



ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის
იურიდიული ფაკულტეტი
სამართლის სადოქტორო საგანმანათლებლო პროგრამა

თამარ ხავთასი

ინვესტორის უფლების დაცვა საინვესტიციო ფონდში
(ინვესტორის ინტერესის დაცვის ღონისძიების ანალიზი ქართული სამართლის UCITS-ის
დირექტივასთან დაახლოების შემდეგ)

სამართლის დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად წარმოდგენილი
დისერტაცია

სამეცნიერო ხელმძღვანელი
პროფესორი ირაკლი ბურდული

თბილისი 2023

აბსტრაქტი

საინვესტიციო ფონდი, ინვესტორის დაცვა, ინტერესები,

რისკები, დაცვის ღონისძიებები

საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიზნით არაერთი რეფორმა მიმდინარეობს, რომლის მნიშვნელოვან ნაწილს საინვესტიციო ფონდების სფეროს სტიმულირება წარმოადგენს. საინვესტიციო ფონდი მისი კონსტრუქციიდან და რეგულირებიდან გამომდინარე ინვესტორის დაცვის მაღალ სტანდარტს გვთავაზობს და დიდწილად უწყობს ხელს ეკონომიკის დაფინანსებას. ის არის კაპიტალის გამცემსა (ინვესტორსა) და კაპიტალის მიმღებს (ემიტენტს) შორის არსებული ფინანსური შუამავალი, რომელიც აერთიანებს მრავალი ინვესტორისგან მოზიდულ კაპიტალს მათივე ინტერესებისთვის შემდგომი ინვესტირების მიზნით.

დისერტაციის მიზანი ამ რეფორმების ფარგლებში 2020 წელს მიღებული „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონით შემოთავაზებული ინვესტორის ინტერესების დაცვის ღონისძიებების შესწავლა და შეფასებაა, რომლებიც შემუშავებული იქნა UCITS-ის დირექტივასთან დაახლოების საფუძველზე. კვლევის ფარგლებში გაანალიზებულია ქართული სამართლის UCITS-ის დირექტივასთან დაახლოების მდგომარეობა, შეფასებულია ინვესტორის დაცვის შემოთავაზებული სტანდარტი და შემუშავებულია წინადადებები ამ თვალსაზრისით რეგულაციების გასაუმჯობესებლად.

კვლევის ძირითად მეთოდს წარმოადგენს შედარებითსამართლებრივი ანალიზი გერმანულ სამართალთან. გერმანული სამართალი სრულად არის ჰარმონიზებული ევროკავშირის დირექტივებთან, ამავდროულად მას გააჩნია საინვესტიციო ფონდებისა და მასში ინვესტორის დაცვის რეგულირების ხანგრძლივი გამოცდილება.

კვლევის დასმულ კითხვაზე პასუხის გასაცემად თავდაპირველად წარმოჩენილია საინვესტიციო ფონდის არსი და მისი განმსაზღვრელი პრინციპები, ინვესტორის დაცვის ღირსი ინტერესები, მათი ხელყოფის შესაძლებლობები და შესაბამისად, ის რისკები, რომლებსაც ინვესტორი თავისი კაპიტალის საინვესტიციო ფონდში ინვესტირებით ექვემდებარება. საინვესტიციო ფონდში ინვესტიციის განხორციელებისას ზოგადი საბაზრო რისკების მიღმა გასათვალისწინებელია

საინვესტიციო ფონდთან როგორც ფინანსური მომსახურების გამწევთან დაკავშირებული დამატებითი რისკები.

დისერტაციის ძირითადი ნაწილი ეძღვნება უშუალოდ ინვესტორის დაცვის ღონისძიებების ანალიზს. განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა ინვესტორის დაცვის მიზნით აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის ფუნქციების გადანაწილებას, მათ ურთიერთკონტროლსა და რეგულირებას, რაც მნიშვნელოვნად აზღვევს მათ მიერ არაკეთილსინდისიერი ან არაპროფესიონალური ქმედებების რისკს. დეტალურად არის წარმოდგენილი საინვესტიციო ფონდის თითოეულ სამართლებრივ ფორმაში ჩამოყალიბებული სამართლებრივი ურთიერთობები ინვესტორს, აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის და გაანალიზებულია შესაბამისი თავისებურებები ინვესტორის დაცვასთან მიმართებით. გამოკვლეულია ასევე ინვესტორის ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნები აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ; შეზღუდვები საინვესტიციო პოლიტიკასთან დაკავშირებით კონკრეტულად UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდთან მიმართებით; ინვესტორის ინფორმირებასთან დაკავშირებული ვალდებულებები და ინვესტორის უფლება, ნებისმიერ დროს მოითხოვოს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან.

დისერტაციაში წარმოდგენილი საკითხები სიახლეს წარმოადგენს ქართული სამართლებრივი სივრცისთვის, ამდენად, მას გააჩნია როგორც თეორიული, სამართლის მეცნიერების განვითარების ხელშემწყობი, ასევე პრაქტიკული მნიშვნელობა ამ სფეროს შემდგომი განვითარებისთვის.

Abstract

Investor protection, investment fund, interests, risks, protection measures

In order to further develop the capital market in Georgia, a number of reforms are being implemented recently, an important part of which is the promotion of the investment fund sector. Due to its design and regulation, investment funds offer a high level of investor protection and make a significant contribution to financing the economy. Investment funds are financial intermediaries between the provider of capital (investor) and the recipient of capital (issuer), who pools the capital raised by many investors for further investments in their own interest.

The aim of the dissertation is to study and evaluate the measures to protect investors' interests, as proposed in the Georgian law "On Investment Funds", adopted in 2020 as part of these reforms, and which has been developed on the basis of approximation towards the UCITS Directive (EU). During this study the state of approximation of Georgian law towards the UCITS Directive (EU) and the proposed standard of investor protection have been analyzed, and proposals for improving the regulations in this regard have been drawn up.

The main research method is the comparative analysis between Georgian and German law. German law is fully harmonized with EU directives and has many years of experience in the regulation of investment funds and investor protection.

To answer the research question, the nature of the investment fund and the principles that shape it, the interests of the investor that are worthy of protection, the possibilities of exerting influence and, accordingly, the risks to which the investor is exposed through investing capital in the investment fund, are first analyzed. In addition to the general market risks, other, distinct risks associated with the investment fund as a provider of financial services must also be taken into account, when investing in it.

The main part of the work is dedicated to the analysis of investor protection measures. To protect the investor, special attention is paid to the division of functions between the asset management company and the depositary and to their mutual control and regulation, which significantly protects against the risk of unfair or unprofessional actions by them. The legal relationships established in each legal form of the investment fund between the investor, the management company and the depositary are presented in detail and the relevant features are

analyzed with regard to the protection of the investor. Additionally, investor claims for damages against the management company and the depositary, restrictions on the investment policy with regard to UCITS, obligations concerning information to be provided to investors, and the right of the investor to request the redemption of investment units from the investment fund assets at any time, have also been investigated.

The topics presented in the dissertation are new for the Georgian legal space and therefore have a special meaning both theoretically, in order to promote the development of jurisprudence, and practically, for the further development of this branch.

სარჩევი

აბრევიატურები	XI
შესავალი	1
1. საინვესტიციო ფონდის არსი	7
1.1. ისტორიული განვითარება	8
1.2. სამართლებრივი საფუძვლები	11
1.2.1. ევროკავშირის კანონმდებლობა	11
1.2.2. საქართველოს კანონმდებლობა	12
1.2.3. გერმანიის კანონმდებლობა	13
1.3. საინვესტიციო ფონდის ძირითადი პრინციპები	14
1.3.1. რისკების დივერსიფიკაცია	14
1.3.2. გარე მმართველობა	16
1.3.3. კოლექტიური ინვესტირება	17
1.4. საინვესტიციო ფონდის ცნება	17
1.4.1. კოლექტიური საინვესტიციო სქემა	18
1.4.1.1. სამართლებრივი ფორმა	20
1.4.1.1.1. ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი	21
1.4.1.1.1.1. საკუთარი სამართალსუბიექტობის არმქონე კოლექტიური საინვესტიციო სქემა	21
1.4.1.1.1.2. საკუთრების უფლება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივებზე	25
1.4.1.1.2. საინვესტიციო კომპანია	27
1.4.1.2. ჩვეულებრივი სავაჭრო ან სამრეწველო საქმიანობის განხორციელების მიზნის არქონა	31
1.4.1.3. ინვესტორის მონაწილეობა საინვესტიციო ფონდის მოგებასა და ზარალში	32
1.4.1.4. ყოველდღიური მართვისა და გადაწყვეტილებების მიღების უფლების არქონა	33
1.4.2. ინვესტორთა სიმრავლე	33
1.4.3. კაპიტალის გაერთიანება	34
1.4.4. წინასწარ განსაზღვრული საინვესტიციო პოლიტიკა	35
1.5. საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტები	36
1.5.1. ინვესტორი	36
1.5.2. აქტივების მმართველი კომპანია	39
1.5.3. სპეციალიზებული დეპოზიტარი	42
1.6. საინვესტიციო ფონდის ქვეფონდები და ერთეულები	44
1.6.1. ქვეფონდები	44
1.6.2. ერთეულები	45
1.7. საინვესტიციო ფონდების კლასიფიკაცია	50

1.7.1. კაპიტალის სტრუქტურის მიხედვით.....	50
1.7.2. ინვესტორთა წრის მიხედვით	52
1.7.3. ევროკავშირის დირექტივებთან შესაბამისობის მიხედვით	54
2. ინვესტორის დაცვა.....	56
2.1. ინვესტორის დაცვის პრინციპი.....	57
2.1.1. კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონარიანობის დაცვა.....	59
2.1.2. ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა.....	61
2.2. ინვესტორის ინტერესები და რისკები საინვესტიციო ფონდში	62
2.2.1. ინვესტორის ინტერესები.....	62
2.2.1.1. ინვესტიციის ღირებულების შენარჩუნების ინტერესი	62
2.2.1.2. ლიკვიდობის ინტერესი	63
2.2.1.3. მოგების მაქსიმიზაციის ინტერესი	64
2.2.1.4. დანახარჯების მინიმიზაციის ინტერესი	66
2.2.2. ინვესტორის რისკები	67
2.2.2.1. ინფორმაციის რისკი	69
2.2.2.2. საინვესტიციო პირობების რისკი.....	72
2.2.2.3. ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკი	72
2.2.2.4. მმართველობის რისკი.....	73
2.2.2.5. ინვესტორის ინტერესების წარმოდგენის რისკი.....	74
2.2.2.6. ლიკვიდობის რისკი.....	75
2.3. შეჯამება.....	76
3. ინვესტორის ინტერესების დაცვა UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდში.....	77
3.1 გამიჯვნის პრინციპი და სამართლებრივი ურთიერთობები.....	78
3.1.1. საინვესტიციო ფონდის მართვისა და აქტივების შენახვის ფუნქციების გამიჯვნა	78
3.1.2. სამართლებრივი ურთიერთობები UCITS-ში მონაწილე სუბიექტებს შორის.....	84
3.1.2.1. ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში	84
3.1.2.1.1. ურთიერთობა ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის	85
3.1.2.1.1.1. საინვესტიციო ხელშეკრულება	85
3.1.2.1.1.2. სადამფუძნებლო დოკუმენტი	93
3.1.2.1.1.2.1. სადამფუძნებლო დოკუმენტის მინიმალური შინაარსი.....	94
3.1.2.1.1.2.2. სადამფუძნებლო დოკუმენტის კონტროლი საზედამხედველო ორგანოს მიერ ...	97
3.1.2.1.1.2.3. სადამფუძნებლო დოკუმენტის ცვლილება.....	99
3.1.2.1.2. ურთიერთობა აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის.....	102
3.1.2.1.3. ურთიერთობა ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის.....	104

3.1.2.1.4. ურთიერთობა ინვესტორებს შორის	105
3.1.2.2. საინვესტიციო კომპანიაში	105
3.1.2.2.1. ურთიერთობა ინვესტორსა და თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიას შორის	106
3.1.2.2.2. ურთიერთობა საინვესტიციო კომპანიასა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის.....	110
3.1.2.2.3. ურთიერთობა ინვესტორსა და საინვესტიციო კომპანიას შორის, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია.....	116
3.1.2.2.4. ურთიერთობა ინვესტორსა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის.....	116
3.1.2.2.5. ურთიერთობა საინვესტიციო კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის.....	118
3.1.2.2.6. ურთიერთობა ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის.....	119
3.1.3. ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნა.....	119
3.1.3.1. ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში	120
3.1.3.1.1. ქონების გამიჯვნა.....	120
3.1.3.1.2. პასუხისმგებლობის გამიჯვნა.....	123
3.1.3.2. საინვესტიციო კომპანიაში	130
3.1.3.2.1. საინვესტიციო კომპანიაში, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია	130
3.1.3.2.1.1. ქონების გამიჯვნა.....	130
3.1.3.2.1.2. პასუხისმგებლობის გამიჯვნა.....	131
3.1.3.2.2. თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში	133
3.1.3.2.2.1. ქონების გამიჯვნა.....	133
3.1.3.2.2.2. პასუხისმგებლობის გამიჯვნა.....	137
3.2 აქტივების მმართველი კომპანიის რეგულირება.....	140
3.2.1 ლიცენზირება.....	140
3.2.1.1. სამართლებრივი ფორმა	141
3.2.1.2. საკუთარი კაპიტალი	143
3.2.1.3. დასაშვები საქმიანობა.....	147
3.2.1.4. ხელმძღვანელი პირები	148
3.2.1.5. მნიშვნელოვანი წილის მფლობელი პირები.....	151
3.2.1.6. მჭიდრო კავშირი.....	153
3.2.1.7. საქმიანობის პროგრამა	154
3.2.1.8. ლიცენზიის გაუქმება და საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილების შეწყვეტა	155
3.2.2. აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულებები.....	156
3.2.2.1. ქცევის ზოგადი წესები.....	156

3.2.2.1.2. ერთგულების მოვალეობა	159
3.2.2.1.2.1 ინვესტორის საუკეთესო ინტერესების სასარგებლოდ	160
3.2.2.1.2.2. ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან აცილება ან მართვა	160
3.2.2.1.3. საქმიანობის დამოუკიდებლად განხორციელების ვალდებულება	163
3.2.2.2. ორგანიზაციული ვალდებულებები	163
3.2.2.3. საინვესტიციო ფონდის ინტერესების დაცვის ვალდებულება მესამე პირების წინაშე	165
3.2.2.4. შეზღუდვები UCITS-ის საინვესტიციო პოლიტიკასთან დაკავშირებით	167
3.2.2.4.1. საინვესტიციო სპექტრი	167
3.2.2.4.2. მოთხოვნები რისკების დივერსიფიკაციასთან დაკავშირებით	170
3.2.2.4.3. აკრძალული გარიგებები	172
3.3. სპეციალიზებული დეპოზიტარის რეგულირება	174
3.3.1. მოთხოვნები სპეციალიზებული დეპოზიტარისადმი	175
3.3.1.1. უფლებამოსილი პირები	175
3.3.1.2. ორგანიზაციული მოთხოვნები	175
3.3.1.3. ზედამხედველობა	178
3.3.1.4. სპეციალიზებული დეპოზიტარის ცვლილება	180
3.3.2. სპეციალიზებული დეპოზიტარის ქცევის ზოგადი წესები	183
3.3.3. სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციები	185
3.3.3.1. საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვა და აღრიცხვა	186
3.3.3.2. აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლი	188
3.4. ინვესტორის მოთხოვნები ზიანის ანაზღაურებაზე აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართ	193
3.4.1. აქტივების მმართველი კომპანიის მიმართ	193
3.4.2. სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართ	201
3.5 ინფორმაციის მიწოდებასთან დაკავშირებული ვალდებულებები	205
3.5.1. პროსპექტი და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია	206
3.5.1.1. სამართლებრივი ბუნება	206
3.5.1.2. პროსპექტი	208
3.5.1.3. ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია	209
3.5.1.4. პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის კონტროლი საზედამხედველო ორგანოს მიერ	210
3.5.1.5. სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობა პროსპექტისა და საკვანძო ინფორმაციის ვალდებულების დარღვევის გამო	215
3.5.2. პერიოდული ანგარიშების გამოქვეყნების ვალდებულება	219

3.5.3. საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოშვების, განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასების გამოქვეყნების ვალდებულება	220
3.6. ინვესტორის უფლება საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვაზე.....	221
3.6.1. ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლების განხორციელება.....	223
3.6.2. ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერება.....	227
დასკვნა	234
ბიბლიოგრაფია.....	248

აბრევიატურები

სსკ	საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი
იხ.	იხილეთ
შდრ.	შეადარეთ
მაგ.	მაგალითად
რედ.	რედაქტორი
Abs.	Absatz - პუნქტი
Art.	Article - მუხლი
AIF	Alternative investment fund - ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდი
AIFM	Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 - ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების მენეჯერების დირექტივა
AktG	Aktiengesetz – გერმანიის კანონი სააქციო საზოგადოებების შესახებ
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - გერმანიის ფინანსური მომსახურებების საზედამხედველო ფედერალური უწყება
BT.-Drs.	Bundestag Drucksache – გერმანიის პარლამენტის უწყება
CESR	The Committee of European Securities Regulators - ევროპის ფასიანი ქაღალდების რეგულირების კომისია
Diss.	Dissertation - დისერტაცია
ESMA	European Securities and Markets Authority - ევროპის ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების კომისია
et sqq.	et sequentes – მომდევნო გვერდები
Eds.	Editor - გამომცემელი
f.	folgend - მომდევნო
ff.	fortfolgend - მომდევნო გვერდები

FSB	Financial Stability Board - ფინანსური სტაბილურობის საბჭო
HS.	Halbsatz - ნახევარი წინადადება
Hrsg.	Herausgeber - გამომცემელი
IOSCO	International Organization of Securities Commissions - ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაცია
InvG	Investmentgesetz - გერმანიის კანონი ინვესტიციების შესახებ
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch - გერმანიის კაპიტალის ინვესტიციის კოდექსი
KARBV	Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und -Bewertungsverordnung - დადგენილება კაპიტალის ინვესტიციის ანგარიშგებისა და შეფასების შესახებ
Kap.	Kapitel - თავი
para.	Paragraph - პუნქტი
Recital	შესავალი დებულება
Rn.	Randnummer - ველის ნომერი
S.	Satz - წინადადება
sec.	section - აბზაცი
sentence	წინადადება
subpara.	Subparagraph - ქვეპუნქტი
UCITS	Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდი
UCITS Directive	Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities - ევროკავშირის 2009 წლის 13 ივლისის დირექტივა 2009/65/EC მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდის შესახებ
WpPG.	Wertpapierprospektgesetz - კანონი ფასიანი ქაღალდების პროსპექტის შესახებ
Vgl.	Vergleich - შეადარეთ

შესავალი

ემპირიული კვლევები მოწმობენ, რომ ქვეყნები, რომელთაც კაპიტალის ბაზარზე დაფუძნებული ფინანსური სისტემა და შესაბამისად, მოსახლეობაში ინვესტორთა მაღალი რაოდენობა ჰყავთ, ეკონომიკის ზრდის საშუალოზე მაღალი ზრდის ტემპი, სიღარიბისა და უმუშევრობის შედარებით ნაკლები მაჩვენებელი გააჩნიათ.¹ ამ გამოცდილებაზე დაყრდნობით, საქართველოს მთავრობამ ბოლო წლებში არაერთი რეფორმა წამოიწყო კაპიტალის ბაზრის სტიმულირებისათვის. გამომდინარე იქედან, რომ კაპიტალის ბაზრის განვითარება პირდაპირპროპორციულად არის დაკავშირებული მისდამი ინვესტორების ნდობასთან, რაც მათი ინტერესების სათანადო დაცვით მიიღწევა, მიმდინარე რეფორმები ძირითადად სწორედ ინვესტორის დაცვის გაუმჯობესებისკენ არის მიმართული. აღნიშნული მიზანი უშუალოდ გამომდინარებს ასევე საქართველოსა და ევროკავშირს შორის 2014 წელს გაფორმებული ასოცირების შესახებ შეთანხმებიდან, რომელიც რეფორმების მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს.

ინვესტორის დაცვის საჭიროება სცდება მხოლოდ ცალკეული ინვესტორის ინდივიდუალურ პრობლემებს და საინვესტიციო სფეროს ნახტომისებურ განვითარებასთან ერთად ზოგად ეკონომიკურ და სოციალურ მნიშვნელობას იძენს.² განვითარებული კაპიტალის ბაზრის მქონე ქვეყნების გამოცდილების თანახმად, ინვესტორის სათანადო და ეფექტური დაცვა სოციალურ-პოლიტიკური თვალსაზრისით ხელს უწყობს სახელმწიფო საპენსიო სისტემის განტვირთვას და მის შევსებას კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით შემოთავაზებული კერძო საპენსიო სქემებით,³ ხოლო ეკონომიკურ-პოლიტიკური თვალსაზრისით - საწარმოების საკუთარი კაპიტალით აღჭურვას აუმჯობესებს, რაც საწარმოს მიერ მეტი რისკის

¹ *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, 20 f.; *Duisenberg*, BIS Review 48/2001, 1-6; *Franklin/Douglas*, European Economic Review 39/1995, 179, 180; *Caprio/Honohan*, A World Bank Policy Research Report, Finance for growth: Policy Choices in a Volatile World, 2001.

² *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 9. *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 9 f.

³ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktcht, Rn. 8.181.

გაწევისა და ამით საერთაშორისო დონეზე კონკურენტუნარიანობისა და ახალი ბაზრების ათვისების წინაპირობას ქმნის.⁴

ინვესტორის დაცვის მაღალ სტანდარტს გვთავაზობს და ამავდროულად დიდწილად უწყობს ხელს ეკონომიკის დაფინანსებას საინვესტიციო ფონდები, რომელთა რეგულირება საქართველოს მთავრობის მიერ წამოწყებული რეფორმების არსებით ნაწილს წარმოადგენს. საინვესტიციო ფონდი არის კაპიტალის გამცემს (ინვესტორს) და კაპიტალის მიმღებს (ემიტენტს) შორის არსებული ფინანსური შუამავალი, რომელიც აერთიანებს მრავალი ინვესტორისგან მოზიდულ კაპიტალს მათივე ინტერესებისთვის მისი შემდგომი ინვესტირების მიზნით. კოლექტიური ინვესტირების პრინციპიდან გამომდინარე, ცალკეულ აქციასა თუ ობლიგაციაში პირდაპირ ინვესტიციასთან შედარებით, საინვესტიციო ფონდი ინვესტორებს სთავაზობს რისკების ფართო დივერსიფიკაციასა და ლიკვიდობას შედარებით დაბალი ფასების სანაცვლოდ.⁵ შედეგად, ინვესტორებს მცირე დანაზოგებითაც ეძლევათ კაპიტალის ბაზარზე წვდომისა და მისი უპირატესობებით სარგებლობის შესაძლებლობა.

საინვესტიციო ფონდების სფერო საქართველოში ამ დროისათვის განვითარების დაბალ დონეზეა. აღნიშნულს ადასტურებს ის გარემოებაც, რომ სრულყოფილი საკანონმდებლო ჩარჩო მხოლოდ 2020 წლის 14 ივლისს მიღებული ახალი კანონით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ შეიქმნა, რომელიც ძირითადად ქართული სამართლის ევროკავშირის 2009 წლის 13 ივლისის მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდის შესახებ დირექტივასთან 2009/65/EC (შემდგომში - UCITS-ის დირექტივა)⁶ დაახლოებას ისახავს მიზნად. არსებობს მოლოდინები, რომ ახალი კანონი, რომელიც, უპირველეს ყოვლისა, ინვესტორთა სათანადო დაცვას ისახავს მიზნად, პოზიტიურ გავლენას იქონიებს საინვესტიციო

⁴ დაწვრილებით იხ. *Behrens*, Risikokapitalbeschaffung und Anlegerschutz im Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3; *Rosa*, Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds, 44; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 1997, 40;

⁵ *Rouwenhorst*, Goetzmann/Rouwenhorst (Eds.), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, 249 et sqq.

⁶ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). ინგლისურად „UCITS“ – undertakings for collective investment in transferable securities, გერმანულად „OGAW“ – Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი ამ ტიპის ფონდს ინგლისურენოვანი აბრევიატურით - UCITS - მოიხსენიებს, ამდენად, გამართლებული უნდა იყოს ნაშრომში მისი გამოყენება.

ფონდების განვითარებაზე საქართველოში. მისი მიღების შემდეგ ბაზარზე გამოჩნდა პირველი საინვესტიციო ფონდები.⁷

დისერტაციის მიზანია ინვესტორის ინტერესების დაცვის ღონისძიებების შესწავლა და შეფასება იმ ნორმებიდან გამომდინარე, რომლებიც ქართული სამართლის UCITS-ის დირექტივასთან დაახლოების შემდეგ იქნა შემუშავებული. საბოლოოდ, გერმანულ სამართალთან შედარებითსამართლებრივი კვლევის ფარგლებში უნდა განისაზღვროს, უზრუნველყოფს თუ არა ქართული კანონმდებლობა ინვესტორის ინტერესების სათანადო დაცვას და საჭიროა თუ არა დამატებითი ნაბიჯების გადადგმა ევროკავშირის დირექტივების ქართულ სამართალში განსახორციელებლად. გამომდინარე იქედან, რომ საინვესტიციო ფონდი ხშირ შემთხვევაში ღიაა მცირე ინვესტორებისთვის, ის განსაკუთრებით მკაცრ რეგულირებასა და სახელმწიფო ზედამხედველობას ექვემდებარება, თუმცა აღნიშნული არ გამორიცხავს ხარვეზების არსებობას, რომელთა გამოვლენა და აღმოფხვრის გზების ძიება მნიშვნელოვანია პრაქტიკული თვალსაზრისით. ეს საკითხი საქართველოში მიმდინარე რეფორმების კვალდაკვალ განსაკუთრებული აქტუალობით სარგებლობს.

კვლევის დასმულ კითხვაზე პასუხის გასაცემად დისერტაციის პირველ და მეორე თავებში გაანალიზებულია საინვესტიციო ფონდის არსი და მისი განმსაზღვრელი პრინციპები, ინვესტორის დაცვის ღირსი ინტერესები საინვესტიციო ფონდში, მათი ხელყოფის შესაძლებლობები და შესაბამისად, ის რისკები, რომლებსაც ინვესტორი თავისი კაპიტალის საინვესტიციო ფონდში ინვესტირებით ექვემდებარება.

დისერტაციის მესამე თავი ეთმობა კანონმდებლობით გათვალისწინებულ ინვესტორის დაცვის ღონისძიებების ანალიზს საინვესტიციო ფონდში, რომელიც არაერთი თავისებურებით ხასიათდება. საინვესტიციო ფონდში ინვესტიციის განხორციელებისას ზოგადი საბაზრო რისკების მიღმა გასათვალისწინებელია საინვესტიციო ფონდთან როგორც ფინანსური ბაზრის შუამავლის მომსახურებასთან

⁷ საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ავტორიზებული/რეგისტრირებული/აღიარებული საინვესტიციო ფონდების ჩამონათვალი იხ. <https://nbg.gov.ge/supervision/investment-funds-supervision> [ბოლო ვიზიტის თარიღი: 24.04.2023].

დაკავშირებული დამატებითი რისკები.⁸ ასე მაგ., ინვესტორის ინტერესები შეიძლება კონფლიქტში შევიდეს საინვესტიციო ფონდის მმართველის ინტერესებთან, რომელიც მეტი მოგების მიღების მიზნით მზად არის მაღალი რისკის შემცველ პროდუქტებში დააბანდოს საინვესტიციო ფონდის აქტივები. განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის ფუნქციების გადანაწილებას, რომლებიც ინვესტორის ინტერესების დასაცავად ერთმანეთს აკონტროლებენ. თავისებურებები გამომდინარეობს ასევე საინვესტიციო ფონდის ორგანიზაციული სტრუქტურიდან - საინვეტიციო ფონდის თითოეულ ფორმასთან დაკავშირებული თავისებურებები და მასში მონაწილე სუბიექტებს შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობები დეტალურად არის წარმოდგენილი, რამდენადაც ისინი რელევანტურია მათ შორის ქონებისა და პასუხისმგებლობის სფეროების გამიჯვნის განსახილველად.

აღნიშნულის შემდეგ გაანალიზებულია ინვესტორის დაცვის შემდეგი მექანიზმები: აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის მკაცრი რეგულირება, რაც მნიშვნელოვნად აზღვევს მათ მიერ არაკეთილსინდისიერი ან არაპროფესიონალური ქმედებების რისკს; ასევე მათი ზოგადი ქცევისა და ორგანიზაციული ვალდებულებები და კანონმდებლობით განსაზღვრული შეზღუდვები კონკრეტულად UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდის საინვესტიციო პოლიტიკასთან მიმართებით, რაც აუცილებელია განსაკუთრებით მცირე ინვესტორის დაცვის საჭიროებიდან გამომდინარე; ინვესტორის ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნები აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ მათ მიერ ვალდებულებების დარღვევის შემთხვევაში; საინვესტიციო ფონდის ვალდებულებები ინვესტორის ინფორმირებასთან დაკავშირებით და ინვესტორის უფლება, ნებისმიერ დროს მოითხოვოს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან.

აქვე აღსანიშნავია, რომ დისერტაცია არ შეიცავს საინვესტიციო ფონდში ინვესტორის დაცვის ღონისძიებების ყოვლისმომცველ ანალიზს, ვინაიდან აღნიშნული ერთი დისერტაციის ფარგლებში შეუძლებელი იქნებოდა. როგორც

⁸ *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 5.

დისერტაციის სათაურიდან გამომდინარეობს, ის ფოკუსირებულია UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდებზე. ამასთან, სახელმწიფო ზედამხედველობის მექანიზმები წარმოდგენილია მხოლოდ ფრაგმენტულად, ზემოდასახელებული საკითხების განხილვისას წარმოჩენილი რელევანტურობის შესაბამისად. დისერტაცია არ განიხილავს UCITS-ის სპეციალურ ფორმებს - ინვესტიციის მიმღებ და ინვესტორ UCITS-ს, ინვესტორის ინტერესების დაცვას საინვესტიციო ფონდების შერწყმისა და საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდაციის ფარგლებში და საერთაშორისო კერძოსამართლებრივ ასპექტებს.

დისერტაციაში წარმოდგენილი საკითხები გამოკვლეულია ზოგადად ცნობილი და აღიარებული იურიდიული კვლევის მეთოდების, ძირითადად შედარებითსამართლებრივი კვლევის საფუძველზე. კერძოდ, UCITS-ის დირექტივის დებულებების ქართულ კანონმდებლობაში განხორციელების ანალიზი წარმოდგენილია გერმანულ სამართალთან შედარებითსამართლებრივი კვლევის ფარგლებში. შედარების ძირითადი კრიტერიუმია ინვესტორის დაცვის სტანდარტის შეფასება, სადაც გერმანული სამართალი ასრულებს დამხმარე ფუნქციას იმ ხარვეზების აღმოსაჩენად და გასაანალიზებლად, რომლებიც ინვესტორის დაცვის თვალსაზრისით ქართულ სამართალში გვხვდება. გერმანულ სამართალთან შედარების მიზანშეწონილობა საბუთდება შემდეგი გარემოებებით: (1) გერმანული სამართალი სრულად არის ჰარმონიზებული ევროკავშირის დირექტივებთან საინვესტიციო ფონდების შესახებ; გარდა ამისა, გერმანიას გააჩნია საინვესტიციო ფონდების საკანონმდებლო მოწესრიგების ხანგრძლივი გამოცდილება და მდიდარი სამეცნიერო ლიტერატურა, რომელიც საინვესტიციო ფონდისა და ინვესტორის დაცვის ასპექტებს სიღრმისეულად განიხილავს; (2) საინვესტიციო ფონდების სამართალი მჭიდროდ არის გადაჯაჭვული სამოქალაქო და საკორპორაციო სამართალთან, რომლებიც მუდმივად იჩენენ თავს საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი ნორმების ანალიზისას. ამდენად, განსაკუთრებით სამოქალაქოსამართლებრივი ასპექტების შეფასება გონივრულია გერმანულ სამართალთან შედარების ფარგლებში იმ გარემოებიდან გამომდინარე, რომ ქართული სამოქალაქო სამართალი გერმანული სამოქალაქო სამართლის რეცეფციის შედეგს წარმოადგენს. დისერტაციის ფარგლებში ყურადღება შეჩერდება გერმანული

სამართლის მხოლოდ იმ ნორმებზე, რომლებიც რელევანტურია ქართულ სამართალში არსებული პრობლემატიკის გამოსავლენად და შესაფასებლად.

გამომდინარე იქედან, რომ საინვესტიციო ფონდების დეტალური რეგულირება ქართულ სამართალში სულ რაღაც რამდენიმე წლის წინ განხორციელდა, წარსულში ის ნაკლები აქტუალობით სარგებლობდა და ამდენად, მხოლოდ მცირე ყურადღებას იმსახურებდა ქართულ სამეცნიერო წრეებში. შესაბამისად, დისერტაციაში წარმოდგენილი საკითხების დეტალური ანალიზი აქამდე არ განხორციელებულა, რაც მისი აქტუალობის დამატებით ფაქტორს წარმოადგენს. საინვესტიციო ფონდების სფეროს სამეცნიერო შესწავლას გააჩნია როგორც თეორიული, ასევე დიდი პრაქტიკული მნიშვნელობა ამ დარგის შემდგომი განვითარების თვალსაზრისით.

1. საინვესტიციო ფონდის არსი

ცალკეული ინვესტორი იშვიათად ფლობს საკმარის კაპიტალს იმისათვის, რომ რისკების დივერსიფიკაციის მიზნით მისი სხვადასხვა საწარმოში ინვესტირება ან მაღალბიუჯეტური პროექტის დაფინანსება შეძლოს. საინვესტიციო ფონდის ძირითადი ეკონომიკური იდეა მდგომარეობს ასეთი ინვესტორებისთვის შესაძლებლობის შეთავაზებაში, გააერთიანონ თავიანთი ფინანსები საინვესტიციო ფონდში და პროფესიონალი მესამე პირების, ფონდის მმართველების მეშვეობით განახორციელონ ამ კოლექტიური კაპიტალის სხვადასხვა ობიექტში (აქციები, ობლიგაციები, უძრავი ქონება და სხვა) ინვესტირება.⁹ ამდენად, საინვესტიციო ფონდი არის კაპიტალის ბაზარზე მოქმედი ფინანსური შუამავალი,¹⁰ რომელიც თითოეულ ინვესტორს ანიჭებს ისეთ უპირატესობებს, როგორებიცაა, წვდომა მაღალბიუჯეტურ ქონების ობიექტებზე, ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკების ფართო დივერსიფიკაცია, ინვესტიციის პროფესიონალური მენეჯმენტი ფონდის გამოცდილი მმართველის მეშვეობით, რომელიც ინვესტორებისთვის ხელსაყრელი საკომისიოს სანაცვლოდ ფინანსური ბაზრების დეტალურ ანალიზს ახორციელებს და შეიმუშავებს საინვესტიციო სტრატეგიას; ამავდროულად იზოგება ინვესტორის დრო, ვინაიდან აღარ არსებობს მის მიერ კაპიტალის ბაზრების მუდმივი მონიტორინგის საჭიროება.¹¹

ყოველივე აღნიშნული მოკლედ წარმოაჩენს საინვესტიციო ფონდის არსს და მიზანს. მისი გავრცობის და სრულყოფილი სურათის შექმნის მიზნით ქვემოთ წარმოდგენილი იქნება საინვესტიციო ფონდის ჩამოყალიბების ისტორია და მარეგულირებელი კანონმდებლობა, საინვესტიციო ფონდის იდეის განმსაზღვრელი ძირითადი პრინციპები, საინვესტიციო ფონდის კანონმდებლობით გათვალისწინებული ცნების თითოეული ელემენტის დახასიათება, ფონდში

⁹ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 31; *Lehmann*, Finanzinstrumente, 115; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2325 ff.

¹⁰ *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 3.

¹¹ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 31; *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 1 ff.; *Kern*, Typizität als Strukturprinzip des Privatrechts, 399; *Riggs/Park*, 112 Banking L.J. 1995, 757, 758; *Lehmann*, Finanzinstrumente, 115; *Lehmann*, Grundriss des Bank- und Kapitalmarktrechts, Rn. 438 ff.; *Klett*, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, 63; *Meier*, Anlegerschutz im schweizerischen Anlagefondsrecht, 5; *Barocka*, Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, 12 f.

მონაწილე სუბიექტები და ბოლოს საინვესტიციო ფონდების კლასიფიკაცია სხვადასხვა კრიტერიუმზე დაყრდნობით.

1.1. ისტორიული განვითარება

ჯერ კიდევ მე-18 საუკუნეში, 1774 წელს, ამსტერდამელმა ბიზნესმენმა ადრიან ფონ კეტვიჩმა შექმნა პირველი ერთობლივი საინვესტიციო საზოგადოება (Eendragt Maakt Magt - ერთად ძლიერები ვართ).¹² მისი ჩამოყალიბების იდეა მას 1772-1773 წლების ფინანსური კრიზისის შემდეგ გაუჩნდა, რათა ბევრი ინვესტორისგან კაპიტალის შეგროვებისა და მისი სხვადასხვა საინვესტიციო ობიექტში ინვესტირების გზით მცირე ინვესტორებისათვის შეეთავაზებინა მაქსიმალური დივერსიფიკაცია დანაკარგების შემცირების მიზნით.¹³ ამდენად, კოლექტიური საინვესტიციო სქემის ჩამოყალიბების იდეა გაჩნდა მცირე ინვესტორების საჭიროებებიდან გამომდინარე.¹⁴ ათეული წლების შემდეგ, საინვესტიციო ფონდის წინამორბედები გამოჩნდა ბელგიაში (Societe Generale des Pays-Bas, 1822 წ.) და შვეიცარიაში (Omnium Societe Civile Genevoise d'Emploi de Fonds, 1849 წ.).¹⁵ თანამედროვე საინვესტიციო საზოგადოების ანალოგს თავდაპირველად ვხვდებით შოტლანდიაში (Scottish American Investment Company, 1860 წ.), რომელიც შეიძლება იწოდოს მსოფლიოს პირველ საინვესტიციო საზოგადოებად,¹⁶ მე-19 საუკუნის 80-იანი წლებიდან უკვე ინგლისშიც (Investment Trust), ხოლო ამერიკის შეერთებულ შტატებში 1889 - New York Stock Trust და 1894 - Boston Personal Property Trust წლებში შეიქმნა პირველი საინვესტიციო საზოგადოებები, რომელიც ფართო საზოგადოებისთვის იყო ღია.¹⁷ საინვესტიციო ფონდებში შედარებით მცირე თანხის ინვესტირების შესაძლებლობის შედეგად, მცირე შემოსავლების მქონე პირებსაც მიეცათ კაპიტალის ბაზრის პროდუქტებზე წვდომა და

¹² Rouwenhorst, Goetzmann/Rouwenhorst, (Eds.), The Origins of Value, 249; Bähr, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 21/2010, 1160; BVI (2010): Chronologie der Investmentfondsanlage, 1.

¹³ Rouwenhorst, Goetzmann/ Rouwenhorst, (Eds.), The Origins of Value, 249.

¹⁴ Meier, Anlegerschutz im schweizerischen Anlagefondsrecht, 4.

¹⁵ Bähr, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 21/2010, 1160.

¹⁶ Klett, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, 70.

¹⁷ BVI (2010): Chronologie der Investmentfondsanlage, 1.

ამ კონსტრუქციის უპირატესობებით სარგებლობის შესაძლებლობა,¹⁸ რომლის საქმიანობის განმსაზღვრელ ძირითად პრინციპს კაპიტალის ფართო დივერსიფიკაციის მეშვეობით ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკების შემცირება წარმოადგენდა.¹⁹

საინვესტიციო ფონდების ინდუსტრიამ პირველი მნიშვნელოვანი აღმასვლა განიცადა ამერიკის შეერთებულ შტატებში პირველი მსოფლიო ომის შემდეგ, 1920-იანი წლების ბოლოსთვის 500-ზე მეტი საინვესტიციო საზოგადოება არსებობდა,²⁰ თუმცა 1929 წლის „შავ ხუთშაბათს“ ფონდების ინდუსტრიამ, როგორც აშშ-ში, ასევე მის ფარგლებს გარეთ, მნიშვნელოვანი დანაკარგები და განვითარების სტაგნაცია განიცადა.²¹ თუმცა კრიზისის შემდგომ ფონდებმა უსწრაფესი ზრდა აჩვენეს და შეიძლება ითქვას, რომ მსოფლიოში ყველაზე დიდი ფინანსური ინდუსტრია შექმნეს.²² საინვესტიციო ფონდები წარმოადგენენ დანაზოგების კლასიკურ სქემას მცირე ინვესტორებისათვის.²³ მათ გააჩნიათ დიდი ეკონომიკურ-სოციალური მნიშვნელობა როგორც დანაზოგების მოდელს სახელმწიფო საპენსიო სისტემის შევსების მიზნით.²⁴ ამავდროულად, მათი მეშვეობით პირთა ფართო წრეს ეძლევა შესაძლებლობა მიიღოს მონაწილეობა საწარმოებისთვის საჭირო კაპიტალის შეგროვებაში, რაც ერთი მხრივ, მოსახლეობაში კერძო საკუთრებისა და ქონების შექმნას უწყობს ხელს და მეორე მხრივ, კაპიტალის მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს ეკონომიკისთვის.²⁵

გერმანიაში, პირველი საინვესტიციო ფონდები ჩამოყალიბდა მე-19 საუკუნის 20-იანი წლებიდან (Zickert'scher Kapitalverein, 1923 წ.), Bayerische Investment AG, 1926 წ.), თუმცა კოლექტიური ინვესტირების იდეამ აღმასვლა მხოლოდ მეორე მსოფლიო ომის

¹⁸ 1868 წელს დაფუძნებულ პირველ ბრიტანულ საინვესტიციო ტრასტს - Foreign and Colonial Government Trust - თავის ამოცანად ჰქონდა დასახული მცირე ინვესტორებს იგივე უპირატესობებით ესარგებლათ, რომლითაც მსხვილი ინვესტორები სარგებლობდნენ [Bähr, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 21/2010, 1160].

¹⁹ Donalies, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 21.

²⁰ Bähr, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 21/2010, 1160, 1161.

²¹ BVI (2010): Chronologie der Investmentfondsanlage, 1.

²² „largest financial industry in the world“ - Fink, The Rise of Mutual Funds, 143.

²³ Zetzsche, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 5 f.

²⁴ BT-Drs. 14/4595, 1 - საპენსიო უზრუნველყოფის საკუთარი პასუხისმგებლობით შექმნა შესაბამის ასაკში ცხოვრების სტანდარტის გარანტირებისთვის უმნიშვნელოვანესია; European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final, 20 et sqq.; Buck-Heeb, JZ 2017, 279, 283.

²⁵ ამ მოსაზრებასთან დაკავშირებით იხ.: Barocka, Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, 28; Immenga, Ordnungspolitische Möglichkeiten des Investmentprinzips, 8; Hartmann, Ökonomie des Investmentsparens, 12; Köster, Der Schutz der Kapitalanlage im deutschen und nordamerikanischen Wertpapier-Investmentrecht, 9; Neumann, Schuster (Hrsg.), Investment-Handbuch, 29.

შემდეგ დაიწყო, რაც განპირობებული იყო თავდაპირველად არსებული არახელსაყრელი საგადასახადო კანონმდებლობით, ასევე 1929 წელს დაწყებული მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისითა და შემდგომში მესამე რაიხის პოლიტიკით.²⁶ საინვესტიციო ფონდების ინდუსტრიის წარმატება იწყება 1949 წელს მიუნხენში საინვესტიციო ფონდის - Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft mbH (Adig) - შექმნით.²⁷ საინვესტიციო ფონდების აღმასვლასთან ერთად გამოიკვეთა სათანადო საკანონმდებლო ჩარჩოს საჭიროება, რასაც 1957 წელს მოჰყვა პირველი საკანონმდებლო აქტის მიღება (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften – KAGG), რამაც დამატებით იმპულსი შექმნა ამ დარგის შემდგომი განვითარებისთვის.²⁸ დღეის მდგომარეობით მნიშვნელოვნად არის გაზრდილი გერმანული საინვესტიციო ფონდების მიერ მართული ქონება და ის საწარმოების კაპიტალის მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს.²⁹

საქართველოში საინვესტიციო ფონდების სფერო განვითარების ადრეულ ეტაპზეა. აღნიშნულის უმთავრესი განმაპირობებელი ფაქტორია მძიმე პოლიტიკური წარსული და საქართველოს ეკონომიკის დაბალგანვითარებული დონე, საზოგადოებაში ცნობიერების ნაკლებობა კაპიტალის ბაზრისა და მისი პროდუქტებისადმი, მაღალგანვითარებული საბანკო სისტემა, რომელიც კაპიტალის ბაზრის მთავარ კონკურენტს წარმოადგენს და სხვა. თუმცა ბოლო პერიოდში მიმდინარეობს კაპიტალის ბაზრის, მათ შორის, საინვესტიციო ფონდების სფეროს, განვითარებისკენ მიმართული არაერთი რეფორმა და გამოყენებულია სხვადასხვა მასტიმულირებელი მექანიზმი. ამ პროცესების დაწყებაში მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა ევროკავშირისა და საქართველოს შორის გაფორმებული ასოცირების შესახებ შეთანხმებამ, რომლის საფუძველზეც 2020 წელს მიღებულ იქნა საქართველოს კანონი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“. მოსალოდნელია, რომ სამართლებრივი წინაპირობების განსაზღვრა, რომლის მეშვეობით საერთაშორისო სტანდარტების

²⁶ *Bähr*, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 21/2010, 1960, 1961; *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 294 ff.; *Klett*, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, 68 ff.

²⁷ *Bähr*, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 21/2010, 1960, 1161 f.; *Seip*, Gehwald/Naumann (Hrsg.), Investmentfonds – eine Branche positioniert sich, 14.

²⁸ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 23.

²⁹ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 32; *Hartmann*, Ökonomie des Investmentsparens, 12; *Immenga*, Ordnungspolitische Möglichkeiten des Investmentprinzips, 8; *Klett*, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, 64; *Neumann*, Schuster (Hrsg.), Investment-Handbuch, 31; *Seibert*, Das Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung, § 5 Rn. 93.

შესაბამისად უზრუნველყოფილი იქნება ინვესტორთა ინტერესების ეფექტური დაცვა, მნიშვნელოვან მასტიმულირებელ როლს შეასრულებს ამ დარგის შემდგომი განვითარებისთვის.

1.2. სამართლებრივი საფუძვლები

1.2.1. ევროკავშირის კანონმდებლობა

მე-20 საუკუნის მეორე ნახევრიდან დაწყებული საინვესტიციო გარიგებების სწრაფ განვითარებაზე ევროპელი კანონმდებლის პასუხი იყო 20.12.1985 წელს მიღებული დირექტივა 85/611/EEC მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდთან მიმართებით სამართლის და ადმინისტრაციული ნორმების კოორდინაციასთან დაკავშირებით, რითიც საინვესტიციო ფონდში ინვესტორის დასაცავად ერთიანი მინიმალური სტანდარტი შეიქმნა.³⁰ დირექტივა მნიშვნელოვანი ცვლილებების ფონზე³¹ ახალი რედაქციით მიღებულ იქნა 13.7.2009 წელს, ევროპარლამენტისა და ევროკომისიის 2009/65/EC დირექტივით (UCITS-ის დირექტივა)³². ის აწესრიგებს მოთხოვნებს საინვესტიციო ფონდისა და მისი აქტივების მმართველი კომპანიის მიმართ, განსაზღვრავს შესაძლო აქტივებს, რომლებშიც UCITS-ს აქვს ინვესტირების უფლება, ფონდის დაშვებას ბაზარზე და ზედამხედველობის საკითხებს, ასევე ინფორმაციის გამოქვეყნების ვალდებულებებს, რომელიც უნდა მიეწოდოს ინვესტორებს.

2008 წელს დაწყებული ფინანსური კრიზისის საფუძველზე გამოიკვეთა ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების მენეჯერების რეგულირების

³⁰ Möllers, BKR 9/2011, 354.

³¹ UCITS-ის დირექტივამ მნიშვნელოვანი ცვლილებები განიცადა 22.3.1988 წლის ევროკომისიის მიერ მიღებული დირექტივით 88/20/EEC, ევროკომისიისა და ევროპარლამენტის მიერ 21.1.2002 წელს მიღებული დირექტივებით 2001/107/EEC და 2001/108/EEC, რომლებიც იწოდება როგორც „UCITS II“, ასევე ევროპარლამენტისა და ევროკომისიის მიერ 11.3.2008 წელს მიღებული დირექტივით 2008/18/EC – „UCITS IV“. UCITS-ის დირექტივის სხვადასხვა ცნების განმარტებისთვის პრაქტიკისთვის მნიშვნელოვან დებულებებს შეიცავს 19.3.2007 წელს კომისიის მიერ მიღებული დირექტივა 2007/16/EC – „UCITS III“. ამ ცვლილებებთან ერთად UCITS-ის დირექტივა ახალი რედაქციით იქნა მიღებული 13.7.2009 წელს ევროპარლამენტისა და ევროკომისიის დირექტივით 2009/65/EC, რომელმაც ასევე განიცადა ცვლილებები 23.7.2014 წელს მიღებული დირექტივით 2014/91/EU – „UCITS V“. ეს უკანასკნელი ძირითადად აწესრიგებს ანაზღაურების სტრუქტურებსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს.

³² იხ. დისერტაციის სქოლიო 6.

აუცილებლობა, რაც 2011 წლის 8 ივნისს ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების მმართველების დირექტივის - AIFM-ის დირექტივა - მიღებით დასრულდა.³³ AIFM-ის დირექტივა აყალიბებს საერთო ჩარჩოს ყველა იმ საინვესტიციო ფონდისა და მისი აქტივების მმართველი კომპანიისათვის, რომელიც არ წარმოადგენს UCITS და მათ უწოდებს ალტერნატიულ საინვესტიციო ფონდებს. ამდენად, საინვესტიციო ფონდის ნებისმიერი ფორმა დაექვემდებარა რეგულირებას, რამაც მნიშვნელოვნად გააუმჯობესა ინვესტორთა დაცვა ევროკავშირის მასშტაბით.

1.2.2. საქართველოს კანონმდებლობა

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს პირველი კანონი მიღებულ იქნა 2013 წელს. აღსანიშნავია, რომ ის შეიცავდა არაერთ ხარვეზს, მისი ნორმები უმეტესად წინააღმდეგობრივი, ორაზროვანი მნიშვნელობის მატარებელი იყო და საინვესტიციო ფონდის განმსაზღვრელ ძირითად პრინციპებს გაუგებრად გამოხატავდა. აღნიშნულიდან გამომდინარე მან პრაქტიკული გამოყენება ვერ ჰპოვა და მისი მოქმედების პერიოდში საქართველოში არცერთი საინვესტიციო ფონდი არ დარეგისტრირებულა.³⁴

ნაკლოვანი საკანონმდებლო რეგულირების აღმოფხვრის მიზნით 2020 წელს მიღებულ იქნა „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს ახალი კანონი, რომელიც მიზნად ისახავს არამხოლოდ UCITS-ის დირექტივასთან დაახლოებას, რომელიც არეგულირებს მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდს, არამედ გარკვეულწილად უახლოვდება ასევე ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების აქტივების მმართველი კომპანიების შესახებ დირექტივასაც (AIFMD), მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოსა და ევროკავშირს შორის არსებული ასოცირების შესახებ შეთანხმების თანახმად საქართველოს ამ უკანასკნელთან დაახლოების ვალდებულება არ აკისრია.

³³ *Donalies, Anlegerschutz bei Investmentfonds*, 25.

³⁴ კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, 53; საინვესტიციო ფონდის ქართულ საკანონმდებლო სივრცეში გამოჩენასთან დაკავშირებით იხ. *კოკია, მართლმსაჯულება და კანონი*, N 1 (44) 2015, 123.

არსებობს მოლოდინები, რომ ახალი სამართლებრივი ჩარჩო, რომელიც პირველ რიგში ინვესტორთა სათანადო დაცვას ისახავს მიზნად, პოზიტიურ გავლენას იქონიებს საინვესტიციო ფონდების განვითარებაზე საქართველოში. ევროკავშირთან გაფორმებული ასოცირების შეთანხმებასთან ერთად მნიშვნელოვანია მოვიხსენიოთ კაპიტალის ბაზრების გაერთიანება (Kapitalmarktunion), რომელიც ეროვნული კაპიტალის ბაზრების ევროკავშირის ერთიან კაპიტალის ბაზარში ინტეგრაციას გულისხმობს. საქართველო, რომლის მიზანია, ევროკავშირის წევრი სახელმწიფო გახდეს, ამ მიზნის მიღწევასთან ერთად ამავდროულად კაპიტალის ბაზრების გაერთიანების ნაწილი. აღნიშნულის წინაპირობას კი ქართული კანონმდებლობის ევროკავშირის რეგულაციებთან ჰარმონიზაცია წარმოადგენს.

საინვესტიციო ფონდებთან დაკავშირებული ცალკეული საკითხები მოწესრიგებულია „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის საფუძველზე შემუშავებული საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანებებით.

1.2.3. გერმანიის კანონმდებლობა

წინამდებარე ნაშრომში ევროკავშირის კანონმდებლობასთან საქართველოს კანონმდებლობის დაახლოების ანალიზი წარმოდგენილია გერმანიის სამართალთან შედარებითსამართლებრივ ჭრილში, ამდენად, მნიშვნელოვანია გერმანიის საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი საკანონმდებლო ჩარჩოს მიმოხილვა.

გერმანიაში საინვესტიციო ფონდების აღმასვლა დაიწყო მე-20 საუკუნის მეორე ნახევრიდან, რის პარალელურადაც 1957 წელს მიღებულ იქნა პირველი საკანონმდებლო აქტი - Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften – KAGG, რამაც დამატებითი იმპულსი შექმნა ამ დარგის შემდგომი განვითარებისთვის.³⁵

საკანონმდებლო ჩარჩო განახლდა 2004 წელს ინვესტიციების შესახებ კანონის მიღებით (Investmentgesetz – InvG), რომლის მიზანიც იყო არამხოლოდ საინვესტიციო ფონდის, აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის

³⁵ Donalies, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 23.

ურთიერთობების მოწესრიგება, არამედ ასევე გერმანიისა და სხვა ქვეყნების საინვესტიციო ფონდების ერთეულების საჯარო მიმოქცევის რეგულირება გერმანიის ფარგლებში. აღნიშნული კანონი გაუქმდა 2013 წელს კაპიტალის ინვესტიციის შესახებ კოდექსის (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) საფუძველზე, რომლის მთავარ მიზანს AIFM-ის დირექტივის გერმანიის კანონმდებლობაში განხორციელება წარმოადგენდა. ახალი საკანონმდებლო ჩარჩოს შექმნით გაიზარდა საინვესტიციო ფონდების საქმიანობის გამჭვირვალობა, მაქსიმალურად ამომწურავად გაიწერა საინვესტიციო ფონდში მონაწილე ინსტიტუციების ფუნქციები და განისაზღვრა ფონდებთან დაკავშირებული საქმიანობების ზედამხედველობის ღონისძიებები.³⁶

1.3. საინვესტიციო ფონდის ძირითადი პრინციპები

საინვესტიციო ფონდის მეშვეობით კაპიტალის ინვესტირების უპირატესობას განსაზღვრავს სამი ძირითადი პრინციპი, რომლებმაც ამ კონსტრუქციის ჩამოყალიბება და უზარმაზარი ეკონომიკური წარმატება განაპირობეს, ესენია: რისკების დივერსიფიცირების, გარე მმართველობისა და კაპიტალის კოლექტიური ინვესტირების პრინციპები.³⁷

1.3.1. რისკების დივერსიფიკაცია

რისკების დივერსიფიკაცია გულისხმობს მცდელობას, საინვესტიციო კაპიტალის მრავალ სხვადასხვა აქტივში ინვესტირებით (ე.წ. პორტფელი) შემცირდეს ინვესტიციასთან დაკავშირებული ფინანსური დანაკარგების რისკები - სხვაობა მოსალოდნელ და ფაქტობრივად მიღებულ მოგებას შორის. ³⁸ შედეგად, ერთ კონკრეტულ აქტივთან დაკავშირებული რისკების რეალიზებით ინვესტორები ტოტალურ ზიანს არ განიცდიან, არამედ აღნიშნული ბალანსდება სხვა აქტივების

³⁶ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 25.

³⁷ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 1; *Canaris*, *Bankvertragsrecht*, Rn. 2325 ff.

³⁸ *Eckhold/Balzer*, *Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerichts*, § 22 Rn. 6; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 2.

წარმატებული განვითარებით. ³⁹ მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ რისკების ეფექტური დივერსიფიკაციისთვის საკმარისი არ არის საინვესტიციო კაპიტალის შემთხვევითობის პრინციპით რაც შეიძლება ბევრ აქტივში ინვესტირება. ⁴⁰ საინვესტიციო ფონდის პორტფელი ისე უნდა დაკომპლექტდეს, რომ თანაბარი რისკის პირობებში მოსალოდნელი იყოს მეტი მოგების მიღება ყველა სხვა შესაძლო ალტერნატივასთან შედარებით ან უფრო ნაკლები რისკით - იმავე ოდენობის მოგების მიღება, რაც პორტფელის სხვა შემადგენლობით იქნებოდა შესაძლებელი. ⁴¹ საინვესტიციო ფონდს, რომელიც მრავალი ინვესტორის კაპიტალს აერთიანებს, ფონდის პროფესიონალი მმართველების მეშვეობით მრავალფეროვანი პორტფელის შექმნისა და ამდენად, რისკების ფართო დივერსიფიკაციის საშუალება ეძლევა. ⁴²

ერთმანეთისგან განასხვავებენ არასისტემურ, კონკრეტულ ინვესტიციასთან დაკავშირებულ სპეციფიურ რისკებს და სისტემურ, ფინანსურ ბაზართან დაკავშირებულ ზოგად რისკებს. ⁴³ მაგალითისთვის, არასისტემურ რისკებს მიეკუთვნება ფასიანი ქაღალდების ემიტენტის გადახდისუუნარობის დადგომა ან არაკეთილსინდისიერი ან არაპროფესიონალი მმართველების ყოლა, რაც შედეგად აისახება აქტივების კურსის განვითარებაზე, ⁴⁴ ხოლო სისტემურ, საბაზრო რისკებს (market risk) მიეკუთვნება საპროცენტო განაკვეთის ან გაცვლითი კურსების ცვლილების, ვალუტის გაუფასურების ან გეოპოლიტიკური რისკები. ⁴⁵ დივერსიფიკაციის მიზანი, უპირველეს ყოვლისა, არის არასისტემური რისკების შემცირება, ⁴⁶ თუმცა პორტფელის შექმნისას შესაძლებელია ნაწილობრივ მაინც, კაპიტალის წმინდა რაოდენობრივი, არასტრუქტურული გაფანტვის დროს დივერსიფიცირებულ იქნეს ასევე რთულად კონტროლირებადი ან საერთოდ

³⁹ *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 28.

⁴⁰ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 2; *Schäcker*, *Entwicklung und System des Investmentsparens*, 11.

⁴¹ *König*, *Anlegerschutz im Investmentrecht*, 35; *Donalies*, *Anlegerschutz bei Investmentfonds*, 52; *Tübke*, *Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften*, 68, 70 f.

⁴² *Meßner*, *Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft*, 28.

⁴³ *Zetzsche*, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, 119 f.; *Fleischer/Schmolke*, *ZHR* 173/2009, 649, 653 ff.

⁴⁴ *Zetzsche*, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, 120.

⁴⁵ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 2; *Meßner*, *Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft*, 29.

⁴⁶ *Zetzsche*, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, 120.

უკონტროლო სისტემური რისკებიც, მაგალითად, კაპიტალის ინვესტირებით იმ ფონდებში, რომლებიც სხვადასხვა ბაზარზე ოპერირებენ.⁴⁷

1.3.2. გარე მმართველობა

ეფექტური პორტფელის შექმნა და მართვა მხოლოდ პროფესიონალ, შესაბამისი გამოცდილების მქონე პირებს შეუძლიათ, შესაბამისად, ინვესტორთა ფართო პუბლიკის საჭიროებებიდან გამომდინარე, ბაზარზე შეიქმნა ფინანსური მომსახურება პორტფელის გარე მმართველობის სახით.⁴⁸ პორტფელის მმართველი მუდმივად აკვირდება და აანალიზებს ბაზარზე მიმდინარე მოვლენებსა და განხორციელებული ინვესტიციების განვითარებას.⁴⁹ შედეგად, მას შესწევს უნარი სწრაფი რეაგირება მოახდინოს ბაზარზე არსებულ ცვლილებებზე და საინვესტიციო ფონდს მეტი მოგება და ნაკლები დანაკარგები მოუტანოს.⁵⁰

გარე მმართველობა, ბუნებრივია, ხარჯებთან არის დაკავშირებული. პორტფელის შექმნასა და მის მუდმივ ცვლილებასთან დაკავშირებულ ტრანზაქციის ხარჯებს ემატება ფონდის მმართველისთვის გადასახდელი ანაზღაურება მის მიერ გაწეული მომსახურებისთვის.⁵¹ თუმცა გარე მმართველს, რომელიც, როგორც წესი, მართავს რამდენიმე ფონდს ერთდროულად, economies of scale-ის პრინციპიდან გამომდინარე ეძლევა საშუალება შეამციროს ხარჯები, გაზარდოს შემოსავლები და ინვესტიციების პოტენციალი.⁵²

⁴⁷ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 2.

⁴⁸ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 3; *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 29.

⁴⁹ *Klett*, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, 63; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2326.

⁵⁰ *Klett*, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, 63; *Immenga*, Ordnungspolitische Möglichkeiten des Investmentprinzips, 16.

⁵¹ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 4.

⁵² *Köndgen*, Systembrüche im Kapitalanlagegesetzbuch, Festschrift Baums 2017, 724.

1.3.3. კოლექტიური ინვესტირება

გარე მმართველობისა და კაპიტალის დივერსიფიკაციის პრინციპები, როგორც წესი, დამახასიათებელია არამხოლოდ საინვესტიციო ფონდებისთვის, არამედ ინდივიდუალური პორტფელის მართვისთვისაც.⁵³ საინვესტიციო ფონდის იდეის მთავარ დამახასიათებელ პრინციპს წარმოადგენს კოლექტიური ინვესტირების პრინციპი, რაც გულისხმობს მრავალი პირის კაპიტალის გაერთიანებას, ამ კოლექტიური კაპიტალის სხვადასხვა აქტივში ინვესტირებასა და მიღებული მოგების წილობრივ განაწილებას ინვესტორებზე.⁵⁴ მცირე ინვესტორებს, რომელთათვისაც ინდივიდუალური პორტფელის მართვა ძვირია, საინვესტიციო ფონდი სთავაზობს შესაძლებლობას, სხვა ინვესტორებთან ერთად განახორციელონ ინვესტიცია ფონდში და მათთვის შედარებით ხელსაყრელი კოლექტიური საინვესტიციო სქემის მონაწილენი გახდნენ.⁵⁵

1.4. საინვესტიციო ფონდის ცნება

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების მენეჯერების შესახებ ევროკავშირის დირექტივაზე (AIFM-ის დირექტივა) დაყრდნობით ითვალისწინებს საინვესტიციო ფონდის მატერიალურ ცნებას,⁵⁶ რომლის მიზანია საინვესტიციო ფონდის დეფინიციის ქვეშ გააერთიანოს კოლექტიური ინვესტირების მაქსიმალურად ბევრი ფორმა, რათა გამოირიცხოს რომელიმე მათგანის რეგულირების მიღმა დატოვება და კანონმდებლობის გვერდის ავლით საქმიანობა.⁵⁷ ამდენად, საინვესტიციო ფონდის ცნებაში ექცევა ყველა

⁵³ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 5.

⁵⁴ *Schimrock*, *Arbeitsweise, Zielsetzung und Möglichkeiten der deutschen Investmentgesellschaften*, 8; *Meißner*, *Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft*, 30 f.

⁵⁵ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 5.

⁵⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები; Art. 4 para. 1 subpara. a of the AIFM Directive 2011/61/EU; საინვესტიციო ფონდის მატერიალურ ცნებას ითვალისწინებს ასევე გერმანული კანონმდებლობა - § 1 Abs. 1 KAGB; *Otto*, *Baas/Buck-Heeb/Werner* (Hrsg.), *Anlegerschutzgesetz*, § 1 KAGB Rn. 3; *Eckhold/Balzer*, *Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 7.

⁵⁷ *Geibel*, *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, § 58 Rn. 21; *Gottschling*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 10, 14.

საინვესტიციო ფონდი, მიუხედავად მისი სამართლებრივი ფორმისა, არის ის ღია, დახურული თუ ინტერვალური ფონდი ან რომელ ობიექტებში შეუძლიათ მათ კაპიტალის ინვესტირება, შესაბამისად, ის მოიცავს როგორც მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდს (შემდგომ – UCITS), ასევე ყველა სხვა ალტერნატიულ ფონდს.⁵⁸ აღნიშნული მიზნიდან გამომდინარე, საინვესტიციო ფონდის ცნება ფორმულირებულია განუსაზღვრელი ცნებებით, რომლებიც სამართლებრივი უსაფრთხოების უზრუნველყოფის მიზნით საჭიროებს დეტალურ განმარტებას.⁵⁹

ამ მატერიალური ცნების თანახმად, „საინვესტიციო ფონდი არის (1) კოლექტიური საინვესტიციო სქემა, რომელიც (2) ინვესტორებისგან (3) იზიდავს კაპიტალს ამ კაპიტალის (4) განსაზღვრული საინვესტიციო პოლიტიკის შესაბამისად ინვესტორების სასარგებლოდ ინვესტირების მიზნით.“⁶⁰ ქვემოთ მიმოხილულია საინვესტიციო ფონდის ცნების თითოეული ელემენტი.

1.4.1. კოლექტიური საინვესტიციო სქემა

საინვესტიციო ფონდის ცნების ძირითად განმსაზღვრელ ელემენტს წარმოადგენს კოლექტიური საინვესტიციო სქემის არსებობა, რომელშიც ხდება ინვესტორებისგან მოზიდული კაპიტალის გაერთიანება მათივე ინტერესებისთვის შემდგომი ინვესტირების მიზნით (Investmentvehikel).⁶¹ საქართველოს კანონმდებლობა, ევროპის ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების კომისიის (შემდგომში ESMA) მიერ შემუშავებულ სახელმძღვანელო განმარტებებზე დაყრდნობით ჩამოთვლის კოლექტიური საინვესტიციო სქემის ნიშნებს, კერძოდ, (1) კოლექტიური საინვესტიციო სქემის მიზანი არ უნდა იყოს ჩვეულებრივი სავაჭრო ან სამრეწველო საქმიანობის განხორციელება; (2) კოლექტიური საინვესტიციო სქემა უნდა აერთიანებდეს ინვესტორებისგან მოზიდულ კაპიტალს მისი ინვესტირების შედეგად

⁵⁸ *Buġalġ/Unzicker*, BKR 2012, 309, 311.

⁵⁹ *Geibel*, deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 21; *Gottschling*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 16; *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4, 5.

⁶⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის პირველი პუნქტი.

⁶¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის პირველი პუნქტი, მე-2 პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი; „the undertaking pools together capital raised from its investors” – Sec. VI para. 12 subpara. b of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

ინვესტორებისთვის საერთო მოგების გენერირების მიზნით; (3) კოლექტიური საინვესტიციო სქემის ერთეულის მფლობელებს კოლექტიურად არ უნდა გააჩნდეთ ყოველდღიური მართვის ან გადაწყვეტილების მიღების უფლება. ამასთან, ერთი ან რამდენიმე ერთეულის მფლობელისთვის ასეთი უფლების მინიჭება არ ნიშნავს, რომ საინვესტიციო წარმონაქმნი კოლექტიური საინვესტიციო სქემა არ არის.⁶² ამასთან, როგორც მისი სახელწოდებიდან გამომდინარეობს, საინვესტიციო სქემა განკუთვნილი უნდა იყოს „კოლექტიური“ ინვესტირებისთვის, რაც განასხვავებს საინვესტიციო ფონდს ინდივიდუალური პორტფელის მართვისაგან.⁶³

ESMA-ს სახელმძღვანელო განმარტებების თანახმად, ყველა ზემოდასახელებული ნიშანი წარმოდგენილი უნდა იყოს კუმულატიურად, რათა კოლექტიური სქემა დაკვალიფიცირდეს საინვესტიციო ფონდად და მოექცეს დირექტივის მოქმედების ფარგლებში.⁶⁴ თუმცა ქართული კანონმდებლობა უშვებს მათ ალტერნატიულად არსებობას, რაზეც მიანიშნებს ჩანაწერი: „... კოლექტიური საინვესტიციო სქემა არის იურიდიული პირი ან სახელშეკრულებო სქემა, რომელიც აკმაყოფილებს ერთ ან რამდენიმე შემდეგ პირობას: ...“.⁶⁵ საინვესტიციო სქემის მიერ ჩამოთვლილთაგან რომელიმე ნიშნის დაუკმაყოფილებლობა წინააღმდეგობაში მოვა საინვესტიციო ფონდის განმსაზღვრელ პრინციპებთან და ის საინვესტიციო ფონდად ვერ დაკვალიფიცირდება. ამდენად, მნიშვნელოვანია ქართულმა სამართალმა ერთმნიშვნელოვნად განსაზღვროს მათი კუმულატიურად არსებობის აუცილებლობა.

ქვემოთ წარმოდგენილია კოლექტიური საინვესტიციო სქემის საქართველოს კანონმდებლობით გათვალისწინებული სამართლებრივი ფორმები და დასახელებული ნიშნები.

⁶² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტი; Sec. VI para. 12 of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

⁶³ *Gottschling*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 41; *Volhard/Jang*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), *KAGB*, § 1 Rn. 6.

⁶⁴ Sec. VI para. 12 of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

⁶⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტის პირველი წინადადება.

1.4.1.1. სამართლებრივი ფორმა

კოლექტიური საინვესტიციო სქემა უნდა იყოს საინვესტიციო ფონდში მონაწილე პირებისაგან (აქტივების მმართველი კომპანია, სპეციალიზებული დეპოზიტარი, ინვესტორები) სამართლებრივად ან ეკონომიკურად განცალკევებული ქონების მასა, რათა ის დაცული იქნეს ამ პირების პასუხისმგებლობის სფეროში მოხვედრისაგან.⁶⁶ ამასთან, ინვესტორისა და კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვის თვალსაზრისით, მნიშვნელობა არ ენიჭება კოლექტიური საინვესტიციო სქემის სამართლებრივ ფორმას და როგორც UCITS-ის, ასევე AIFM-ის დირექტივა წევრ სახელმწიფოებს სრულ თავისუფლებას ანიჭებს.⁶⁷ ასე მაგალითად, AIFM-ის დირექტივის თანახმად, საინვესტიციო ფონდი შეიძლება ჩამოყალიბდეს სახელშეკრულებო სქემის, იურიდიული პირის ან ნებისმიერი სხვა სამართლებრივი ფორმით.⁶⁸

საქართველოს კანონმდებლობა, გერმანიის კანონმდებლობის ანალოგიურად, ითვალისწინებს კოლექტიური საინვესტიციო სქემის ჩამოყალიბებას სახელშეკრულებო სქემის ან იურიდიული პირის ფორმით.⁶⁹ სახელშეკრულებო სქემის ფორმით ჩამოყალიბების შემთხვევაში მას ეწოდება - ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი, ხოლო იურიდიული პირის ფორმით ჩამოყალიბების შემთხვევაში - საინვესტიციო კომპანია.⁷⁰ საინვესტიციო კომპანია თავის მხრივ შეიძლება დაფუძნდეს სააქციო საზოგადოების ფორმით, ხოლო დახურული რეგისტრირებული საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში - ასევე შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ან კომანდიტური საზოგადოების ფორმით.⁷¹

⁶⁶ Auslegungsschreiben von BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens"; *Volhard/Jang*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 5.

⁶⁷ *Zetzsche*, ZBB 2014, 22, 29; *Volhard/Jang*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 5; *Köndgen*, Systembrüche im Kapitalanlagegesetzbuch, Festschrift Baums 2017, 709 f.; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 139 Rn. 6, 9.

⁶⁸ Art. 2 para. 2 subpara. a of the AIFM Directive 2011/61/EU; UCITS-ის დირექტივის თანახმად, კოლექტიური საინვესტიციო სქემა შეიძლება წარმოდგენილი იყოს სახელშეკრულებო სქემის ან იურიდიული პირის ფორმით [Art. 1 para. 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC].

⁶⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტი; § 1 Abs. 10, 11 KAGB.

⁷⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის 3⁶ და 3⁷ ქვეპუნქტები.

⁷¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის მე-5 მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები.

გერმანიის კანონმდებლობის თანახმად, იურიდიული პირის ფორმით არსებული კოლექტიური საინვესტიციო სქემა შეიძლება დაფუძნდეს როგორც სააქციო საზოგადოება ცვალებადი ან ფიქსირებული კაპიტალით ან ღია ან დახურული კომანდიტური საზოგადოება.⁷²

1.4.1.1.1. ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი

1.4.1.1.1.1. საკუთარი სამართალსუბიექტობის არმქონე კოლექტიური საინვესტიციო სქემა

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი ყალიბდება ფონდის მმართველობას ანუ აქტივების მმართველ კომპანიასა და ცალკეულ ინვესტორს შორის გაფორმებული კოორდინირებული საინვესტიციო ხელშეკრულებების საფუძველზე.⁷³ აქტივების მმართველი კომპანია იღებს ვალდებულებას მრავალი ინვესტორის წინაშე, მართოს კოლექტიური ქონება შეთანხმებით განსაზღვრული საინვესტიციო სტრატეგიის შესაბამისად და თითოეულ ინვესტორს დროის განსაზღვრულ პერიოდებში გადასცეს მისი მმართველობის შედეგად მიღებული მოგება.⁷⁴

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი, რომელიც ოპერირებს როგორც სახელშეკრულებო სქემა, იურიდიული პირის შეუქმნელად,⁷⁵ არის საკუთარი სამართალსუბიექტობისა და უფლებაუნარიანობის არმქონე სპეციალური დანიშნულების ქონებრივი წარმონაქმნი, რომელიც ეკონომიკურად განცალკევებულია ძირითადი აქტორების - აქტივების მმართველი კომპანიის, სპეციალიზებული დეპოზიტარისა და ინვესტორების საკუთარი ქონებისაგან.⁷⁶ მასში

⁷² §§ 1 Abs. 11, 108, 124, 139 KAGB.

⁷³ Kollektivvertragstypus/ mutual funds/ unit trusts - *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 12; *Klett*, *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts*, 67; *Verfürth/Emde*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 1 Rn. 169.

⁷⁴ *Zetzsche*, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, 431.

⁷⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „36“ ქვეპუნქტი.

⁷⁶ *Schmitz*, *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG*, *InvStG*, Vor §§ 30-45 *InvG* Rn. 10; *Lichtenstein*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 91 Rn. 15; *Fischer/Friedrich*, *ZBB* 2013, 153, 157; *Klett*, *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts*, 67 f.; *Nietsch*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 92 Rn. 8; *Canaris*, *Bankvertragsrecht*, Rn. 2394; *Graulich*, *Die Rechtsverhältnisse der Sondervermögen (Investmentfonds) nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften im Vergleich zu den Rechtsverhältnissen anderer Sondervermögen des Privatrechts*, 16; *Reiss*, *Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft*

გაერთიანებულია ინვესტორებისგან შეგროვებული ფულადი შენატანები და მათი ინვესტირების შედეგად შექმნილი აქტივები.⁷⁷ აღნიშნულზე პირდაპირ მიუთითებს UCITS-ის დირექტივის შესავალი დებულებების მე-6 პუნქტი, რომლის თანახმად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი არის ფონდი, რომელსაც არ გააჩნია სამართალსუბიექტობა და შესაბამისად, არ შეუძლია დამოუკიდებლად საქმიანობის განხორციელება.⁷⁸ სწორედ აღნიშნული გარემოებიდან გამომდინარე ვხვდებით ჩანაწერს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-8 პუნქტში, რომლის მიხედვით, ნებისმიერი მითითება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის მიმართ ქმედების განხორციელების ან ქმედების განხორციელებისგან თავის შეკავების შესახებ ჩაითვლება მითითებად მის აქტივების მმართველ კომპანიაზე.⁷⁹

მიუხედავად აღნიშნულისა, საქართველოს კანონმდებლობა ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს „ორგანიზაციულ წარმონაქმნად“ განიხილავს,⁸⁰ რაც არასწორად ასახავს ამ კოლექტიური საინვესტიციო სქემის არსს. ორგანიზაციული წარმონაქმნის არსებობის განმსაზღვრელ უმნიშვნელოვანეს ელემენტს წარმოადგენს შიდა სტრუქტურის, შინაგანი აგებულების არსებობა, რომლითაც უზრუნველყოფილი იქნება სუბიექტის ფუნქციონირება.⁸¹ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს კი ასეთი შიდა სტრუქტურა არ გააჩნია, არამედ მას როგორც სამართალსუბიექტობის არმქონე წარმონაქმნს მართავს შესაბამისი უფლებამოსილების მქონე აქტივების მმართველი კომპანია.⁸² შესაბამისად, მას ვერ გავაიგივებთ ამხანაგობასთან, რაზეც დამატებით მეტყველებს ის გარემოებაც, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ინვესტორებს შორის არავითარი

und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 55; *Möllers*, BKR 2011, 353, 356, 359.

⁷⁷ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, Vor §§ 30-45 InvG Rn. 10; *Fürbaß*, Das Investmentsondervermögen, 86.

⁷⁸ ob. recital 6 of the UCITS Directive 2009/65/EC: „... where a common fund is not in a position to act by itself because it has no legal personality of its own“; „... sofern der Investmentfonds über keine Rechtspersönlichkeit verfügt und somit nicht selbständig handeln kann“.

⁷⁹ ob. ასევე recital 6 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁸⁰ ob. საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 49¹ მუხლის პირველი ნაწილის მე-2 წინადადება; „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „ვ“ ქვეპუნქტი.

⁸¹ *ბურდული/ვენატაშვილი*, ჭანტურია (რედ.), სამოქალაქო კოდექსის კომენტარი, წიგნი I, მუხლი 24 ველი 13, 14.

⁸² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 1 para. 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC (Vertragsform); §§ 1 Abs. 10, 93 Abs. 1 KAGB; *Eckhold/Balzer*, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 22 Rn. 81.

გარიგებისმიერი ურთიერთობა არ მყარდება, რომლის საფუძველზეც ისინი საერთო მიზნის მისაღწევად იმოქმედებდნენ.⁸³ ამავდროულად, თითოეული წევრის უფლება ამხანაგობის მართვასა და წარმომადგენლობაზე და მათი შეუზღუდავი პასუხისმგებლობა ამხანაგობის ვალდებულებებისათვის შეუსაბამოა საინვესტიციო ფონდის პრინციპებთან.⁸⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი პირდაპირ განსაზღვრავს, რომ ინვესტორებს არ გააჩნიათ ერთობლივად საინვესტიციო ფონდის მართვის ან გადაწყვეტილებების მიღების უფლება,⁸⁵ და ინვესტორები პერსონალურად არ აგებენ პასუხს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისთვის ნაკისრი ვალდებულებებისთვის.⁸⁶ ამდენად, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-2 პუნქტს, რომლის მიხედვით, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის საქმიანობაზე არ გამოიყენება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსით გათვალისწინებული ერთობლივი საქმიანობის (ამხანაგობის) წესები, გააჩნია მხოლოდ დეკლარაციული მნიშვნელობა.

გამომდინარე იქედან, რომ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა და უფლებაუნარიანობა, ის თვითონ ვერ იქნება სამოქალაქო უფლებებისა და მოვალეობების მატარებელი.⁸⁷ ამდენად, აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის სახელით მოქმედება და შესაბამისად, მისთვის უფლებებისა და ვალდებულებების აღება, სამართლებრივი დოგმატიკის თვალსაზრისით, შეუძლებელია. ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის არაუფლებაუნარიანობაზე მეტყველებს ის გარემოებაც, რომ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის პირველი პუნქტის თანახმად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოშვებით და მისი აქტივების ინვესტირებით შექმნილი აქტივები ინვესტორების საერთო საკუთრებაა.⁸⁸ თუმცა ამავ მუხლის მე-4 პუნქტი ამავდროულად განსაზღვრავს, რომ

⁸³ Vgl. *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 14; *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 12.

⁸⁴ *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 12

⁸⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი.

⁸⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-5 პუნქტი.

⁸⁷ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, Vor §§ 30-45 InvG Rn. 10; *Lichtenstein*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 91 Rn. 15; *Fürbaß*, Das Investmentsondervermögen, 86.

⁸⁸ *Fürbaß*, Das Investmentsondervermögen, 86; *Graulich*, Die Rechtsverhältnisse der Sondervermögen (Investmentfonds) nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften im Vergleich zu den Rechtsverhältnissen anderer Sondervermögen des Privatrechts, 16.

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ინვესტორების ინტერესებისთვის შეძენილი უფლება ან ვალდებულება, რომელიც ექვემდებარება რეგისტრაციას, უნდა დარეგისტრირდეს არა ინვესტორების საერთო საკუთრებად, არამედ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის სახელზე. ანალოგიურ მიდგომას ვხვდებით ამხანაგობის შემთხვევაში, სადაც შესატანები და მის საფუძველზე შეძენილი ქონების ობიექტები ამხანაგობის მონაწილეთა საერთო საკუთრებას წარმოადგენს, თუმცა შესაბამისი ქონების ობიექტები, მაგალითად, უძრავი ქონება შეიძლება დარეგისტრირდეს ამხანაგობის სახელზე.⁸⁹ თუმცა აღსანიშნავია, რომ ამხანაგობა წარმოადგენს ორგანიზაციულ წარმონაქმნს, რომელსაც ქართული კანონმდებლობა გარკვეულ შემთხვევებში ანიჭებს უფლებაუნარიანობას,⁹⁰ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს კი, რომელიც მხოლოდ სპეციალური დანიშნულების მქონე განცალკევებულ ქონების მასას წარმოადგენს, ვერცერთ შემთხვევაში ვერ განვიხილავთ უფლებაუნარიანობის მქონედ და ამდენად, „მის სახელზე“ უფლების ან ვალდებულების დარეგისტრირება პრობლემურია.

ზემოაღნიშნული მსჯელობიდან გამომდინარე, მართებული იქნებოდა, რეგისტრაციაუნარიანი უფლებებისა და ვალდებულებების დარეგისტრირება ინვესტორების სახელზე მათ საერთო საკუთრებად, თუმცა აღნიშნული გადაწყვეტა ასევე არაერთ პრაქტიკულ სირთულესთან იქნებოდა დაკავშირებული. მაგალითად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივებით უძრავი ქონების თუ აქციის შეძენის შემთხვევაში, ინვესტორთა სიმრავლე და მათი ხშირი ცვლილება მნიშვნელოვნად გაართულებს როგორც სარეგისტრაციო, ასევე საკუთრების გასხვისების პროცესს და უამრავ ადმინისტრაციულ ხარჯთან იქნება დაკავშირებული.⁹¹ როგორც ჩანს, სწორედ ამ პრობლემის თავიდან არიდების მიზნით აირჩია ზემოაღნიშნული გადაწყვეტა კანონმდებელმა.

ეს საკითხი ნაკლებად პრობლემურია გერმანულ სამართალში, ვინაიდან ის ითვალისწინებს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივების საკუთრებითი მიკუთვნების ორ ალტერნატივას, კერძოდ, აქტივები შეიძლება იყოს ინვესტორების

⁸⁹ *რობაქიძე*, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ კომენტარი, მუხლი 930 ველი 53.

⁹⁰ *რობაქიძე*, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ კომენტარი, მუხლი 930 ველი 55.

⁹¹ *Klusak, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 75 InvG Rn. 1; *Bujotzek/Thömmes, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 245 Rn. 2; *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 245 Rn. 1; *Bezenberger, Schmidt/Lutter* (Hrsg.), AktG, § 67 Rn. 25.

საერთო საკუთრება, როგორც ეს ქართულ სამართალშია, ან აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთრება მინდობილი საკუთრების ფორმით.⁹² ვინაიდან უძრავი ქონების ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის (Immobilien-Sondervermögen) აქტივები, როგორც წესი, რეგისტრაციას ექვემდებარება, კანონმდებლობით პირდაპირ არის განსაზღვრული, რომ ისინი უნდა იმყოფებოდეს აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთრებაში და შესაბამისად, დარეგისტრირდეს მის სახელზე.⁹³ ამდენად, პრაქტიკული საჭიროებიდან გამომდინარე შეზღუდულია ფონდის ინიციატორების უფლება აირჩიოს, თუ როგორი ფორმით განსაზღვრავს სამართლებრივ ურთიერთობებს ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში. გერმანიის სააქციო სამართლის მარეგულირებელი კანონმდებლობა კი განსაზღვრავს, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ანგარიშისთვის შექმნილი აქციები, რომლებიც მისი ინვესტორების საერთო საკუთრებას წარმოადგენენ, აქციათა რეესტრში რეგისტრაციის მიზნებისთვის მიჩნეულ უნდა იქნეს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივების მმართველი კომპანიის აქციებად და დარეგისტრირდეს მის სახელზე, ვინაიდან ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს საკუთარი სამართალსუბიექტობა არ გააჩნია.⁹⁴ მიზანშეწონილია გერმანული კანონმდებლობის ამ უკანასკნელი მიდგომის გაზიარება ქართულ კანონმდებლობაში, რაც ასევე თანხვედრაში იქნება იმ გარემოებასთან, რომ ქართული სამართალი ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივების მხოლოდ ინვესტორთა საერთო საკუთრებაში ყოფნის ალტერნატივას იცნობს.

1.4.1.1.1.2. საკუთრების უფლება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივებზე

საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები ერთეულის მფლობელების (ინვესტორების) საერთო საკუთრებაა.⁹⁵ ამასთან, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონი გამორიცხავს მასზე საქართველოს

⁹² § 92 Abs. 1 KAGB; საკუთრების უფლებასთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის მომდევნო თავი 1.4.1.1.1.2.

⁹³ § 245 KAGB.

⁹⁴ § 67 Abs. 1 S. 4 AktG.

⁹⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის პირველი პუნქტი.

სამოქალაქო კოდექსით გათვალისწინებული საერთო საკუთრების მარეგულირებელი წესების გამოყენებას,⁹⁶ ვინაიდან საკუთრების ეს უფლება ხასიათდება გარკვეული თავისებურებებით. ძირითად თავისებურებას წარმოადგენს ის გარემოება, რომ ინვესტორებს ფაქტობრივად ფორმალურად გააჩნიათ საკუთრების უფლება საინვესტიციო ფონდის აქტივებზე, ვინაიდან საკუთრებიდან გამომდინარე მატერიალური უფლებების, საინვესტიციო აქტივების მართვისა და განკარგვის უფლებამოსილება, მინიჭებული აქვს მხოლოდ აქტივების მმართველ კომპანიას.⁹⁷ „საერთო საკუთრებაში“ არსებული აქტივების ძირითად დანიშნულებას ერთეულების ღირებულების დაანგარიშება წარმოადგენს, რომლის მიხედვითაც განისაზღვრება ინვესტორის მიერ მისაღები მოგება.⁹⁸ აქტივების მმართველი კომპანიისათვის უფლებამოსილების შეწყვეტის შემთხვევაშიც ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილება ინვესტორებზე არ გადადის.⁹⁹ აღნიშნულის საკომპენსაციოდ ინვესტორებს მინიჭებული აქვთ საინვესტიციო ფონდის აქტივების ირიბი ფორმით განკარგვის უფლებამოსილება, რაც გამოიხატება მათთვის მინიჭებულ შესაძლებლობაში, ნებისმიერ დროს მოითხოვონ საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან მათი ერთეულების გამოსყიდვა.¹⁰⁰ ამდენად, თუ საინვესტიციო ფონდების კანონმდებლობით გათვალისწინებულ მოდიფიცირებულ საერთო საკუთრებას შევადარებთ საკუთრების კლასიკურ ცნებას, დავინახავთ, რომ მასში საკუთრების განმსაზღვრელი ნივთზე ბატონობის ელემენტი ფაქტობრივად აღარ არსებობს.¹⁰¹

⁹⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-2 პუნქტი.

⁹⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 25-ე მუხლის პირველი პუნქტი; §§ 93 Abs. 1, 94 S. 1 KAGB; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 111; *Moroni*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 92 Rn. 14; *Zetzsche*, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, 573; *Zetzsche/Nast*, *Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 92 Rn. 9; *Dehio*, *Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust?* 182; *Ebner von Eschenbach*, *Die Rechte des Anteilsinhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*, 64.

⁹⁸ „Rechtszuweisung eigener Art“ – *Zetzsche*, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, 572; *Zetzsche/Nast*, *Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 92 Rn. 9.

⁹⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის მე-3 და მე-4 პუნქტები; § 100 Abs. 1 Nr. 2 KAGB; *Zetzsche/Nast*, *Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 92 Rn. 9.

¹⁰⁰ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-40 მუხლის პირველი პუნქტი; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 111; *Moroni*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 92 Rn. 14; *Dehio*, *Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust?* 182.

¹⁰¹ *Dehio*, *Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust?* 182; *Reuter*, *Investmentfonds und Rechtstellung der Anteilhaber*, 169; *Moll*, *Zur Entwicklung des deutschen Investmentwesens*, 31; *Thiel*, *Schutz*

გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები შეიძლება იყოს ინვესტორების საერთო საკუთრება ან აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთრება მინდობილი საკუთრების ფორმით.¹⁰² თუმცა საინვესტიციოსამართლებრივი ნორმების ზემოქმედებით ამ ორ ალტერნატივას შორის არსებული ზოგადი სამოქალაქოსამართლებრივი განსხვავებები მნიშვნელოვნად იხევს უკან და არსებითი საკითხები ორივე ფორმის შემთხვევაში ერთნაირად წესრიგდება.¹⁰³ პრაქტიკაში არჩევანი ძირითადად ინვესტორთა საერთო საკუთრების ფორმაზე ჩერდება,¹⁰⁴ ამდენად, აღნიშნულ გამოცდილებაზე დაყრდნობით ქართული სამართლის გადაწყვეტა, რომელიც ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივებს ინვესტორების საერთო საკუთრებას მიაკუთვნებს, მართებულად უნდა მივიჩნიოთ.

1.4.1.1.2. საინვესტიციო კომპანია

კოლექტიური საინვესტიციო სქემა შეიძლება ჩამოყალიბდეს ასევე საინვესტიციო კომპანიის ფორმით. ასეთ შემთხვევაში, ინვესტორების მიერ კაპიტალის გაერთიანება ხდება არა უფლებაუნარიანობის არმქონე წარმონაქმნის, არამედ საკუთარი სამართალსუბიექტობის მქონე იურიდიული პირის მეშვეობით. შესაბამისად, ინვესტორის მონაწილეობა საინვესტიციო ფონდში ეფუძნება არა სახელშეკრულებო, არამედ საკორპორაციოსამართლებრივ ურთიერთობას.¹⁰⁵

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისგან განსხვავებით, საინვესტიციო კომპანიას მისი სამართლებრივი ფორმიდან გამომდინარე აქვს არჩევანის საშუალება: (1) მისი ორგანოების მეშვეობით განახორციელოს საინვესტიციო ფონდის მართვა, ანუ

der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht, 60; “abgeschwächtes Eigentum“ – *Von Caemmerer*, JZ 2/1958, 41, 46.

¹⁰² § 92 Abs. 1 KAGB.

¹⁰³ *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 17;

¹⁰⁴ *Moroni*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 92 Rn. 12; *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 110; *Anders*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 7; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 20.

¹⁰⁵ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 89.

ჩამოყალიბდეს ე.წ. თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიად (2) ან დანიშნოს¹⁰⁶ გარე აქტივების მმართველი კომპანია¹⁰⁷, რომელიც მართავს საინვესტიციო კომპანიის საინვესტიციო კაპიტალს ინვესტორებისთვის მოგების გენერირების მიზნით, როგორც ეს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაშია. თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში მისი ხელმძღვანელი ორგანო მოქმედებს როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანია და მასზე შესაბამისი თავისებურებების გათვალისწინებით ვრცელდება აქტივების მმართველი კომპანიის მიმართ კანონმდებლობით გათვალისწინებული რეგულაციები.¹⁰⁸ შესაბამისად, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონში არაერთხელ ვხვდებით ჩანაწერს სხვადასხვა რეგულაციაში: „საინვესტიციო კომპანიას, რომელსაც დანიშნული არ ჰყავს აქტივების მმართველი კომპანია“, ან „საინვესტიციო კომპანიას, რომელსაც დანიშნული ჰყავს აქტივების მმართველი კომპანია“.¹⁰⁹

საინვესტიციო კომპანიის მიმართ მოქმედებს როგორც საინვესტიციო ფონდების, ასევე საკორპორაციო სამართლის ნორმები, თუმცა „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონსა და მის საფუძველზე შემუშავებულ ნორმებს, როგორც სპეციალურ ნორმებს ენიჭებათ უპირატესობა. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-8 მუხლის მე-4 და მე-5 პუნქტები პირდაპირ გამორიცხავს იმ საკორპორაციოსამართლებრივი ნორმების მოქმედებას, რომლებიც Open-end პრინციპიდან გამომდინარე ღია ან ინტერვალური საინვესტიციო კომპანიის¹¹⁰ თავისებურებებთან არ არიან თავსებადი. ესენია, ნორმები აქციების გამოშვებასთან, კაპიტალის გაზრდასთან ან შემცირებასთან და შესაბამისი ინფორმაციის გასაჯაროებასთან, აქციათა სავალდებულო მიყიდვასთან, აქციონერის უპირატესი

¹⁰⁶ „დანიშვნა“ არ ნიშნავს, რომ გარე აქტივების მმართველი კომპანია საინვესტიციო კომპანიის ორგანო ხდება, ხელშეკრულების დადებით მას მხოლოდ საინვესტიციო ქონების მართვის უფლებამოსილება გადაეცემა [*Wieland, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 23; Ziff. II.1, *Auslegungsentscheidung von BaFin zu den Tätigkeiten einer KVG und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft*].

¹⁰⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-3 პუნქტი: „თუ საინვესტიციო კომპანიამ დანიშნა აქტივების მმართველი კომპანია, ...“

¹⁰⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის მე-3 პუნქტი, 28-ე მუხლის მე-3 პუნქტი და სხვა.; *Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 4; *Eckhold/Balzer, Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 82.

¹⁰⁹ იხ. მაგ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-4 პუნქტის „ე“ ქვეპუნქტი, მე-12 მუხლის მე-2 პუნქტის მე-2 წინადადება, მე-13 მუხლის მე-2 და მე-3 პუნქტები, 28-ე მუხლის მე-3 პუნქტი და სხვ.

¹¹⁰ ღია და ინტერვალურ საინვესტიციო ფონდებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.7.1.

შესყიდვის უფლებასთან და სატენდერო შეთავაზების განხორციელების წესებთან დაკავშირებით, ასევე ნორმები საზოგადოების სადამფუძნებლო შეთანხმებაში გასათვალისწინებელ მონაცემებთან დაკავშირებით, რომლებიც ეხება განთავსებული კაპიტალის ოდენობასა და ნებადართულ კაპიტალს, აქციების ნომინალურ ღირებულებასა და ოდენობას, განაღებულ კაპიტალს და არაფულადი შენატანის სანაცვლოდ გამოშვებულ აქციებს. ეს ჩამონათვალი არ არის ამომწურავი, ვინაიდან კანონში სხვაგანაც ვხვდებით ნორმებს, რომლებიც გამორიცხავს „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის მოქმედებას, მაგ., მე-12 მუხლის მე-8 პუნქტი განსაზღვრავს, რომ საინვესტიციო კომპანიაზე არ ვრცელდება „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრული აქციათა რეესტრის წარმოების წესები, 72-ე მუხლის მე-8 პუნქტი განსაზღვრავს, რომ საინვესტიციო ფონდზე არ ვრცელდება „მეწარმეთა შესახებ“ და „გადახდისუუნარობის საქმის წარმოების შესახებ“ საქართველოს კანონებით განსაზღვრული გადახდისუუნარობისა და ლიკვიდაციის პროცედურები და სხვა.

აღსანიშნავია, რომ კანონით პირდაპირ გათვალისწინებულის გარდა, იკვეთება ასევე სხვა შემთხვევები, როცა საინვესტიციო კომპანიის მიმართ უნდა გამოირიცხოს „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის ნორმების მოქმედება, ასეთია მაგალითად, „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 158-ე მუხლის პირველი პუნქტის მე-3 წინადადება პრივილეგირებულ აქციათა რაოდენობის შეზღუდვასთან დაკავშირებით.¹¹¹ ამდენად, ვინაიდან იმ საკორპორაციოსამართლებრივი ნორმების ჩამონათვალი, რომელთა მოქმედება არ უნდა გავრცელდეს საინვესტიციო კომპანიაზე, არ არის ამომწურავი, ცალკეულ შემთხვევაში უნდა შემოწმდეს თითოეული ნორმის თავსებადობა საინვესტიციო ფონდების სამართლის თავისებურებებთან. აღნიშნულზე პირდაპირ მიუთითებს გერმანული კანონმდებლობის ჩანაწერი, რომლის მიხედვით, საკორპორაციო სამართლის ნორმები გამოიყენება, რამდენადაც საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობიდან სხვა რამ არ გამომდინარეობს.¹¹² ქართული კანონმდებლობა ასეთ დათქმას არ ითვალისწინებს, მაგრამ სპეციალურობის პრინციპიდან

¹¹¹ იხ. § 109 Abs. 3 S. 3 KAGB; ამ მაგალითთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.6.2, ბოლო ორი აბზაცი.

¹¹² § 108 Abs. 2 S. 1 KAGB.

გამომდინარე შეგვიძლია ვიმსჯელოთ, რომ უპირატესობა სპეციალურ, მაშასადამე საინვესტიციო ფონდების სამართალს უნდა მიენიჭოს. თუმცა შესაძლოა ასევე საწინააღმდეგო მსჯელობის განვითარება, რომლის თანახმად, ვინაიდან კანონი საგამონაკლისო შემთხვევებს ჩამოთვლის და არ შეიცავს მითითებას სხვა შესაძლო გამონაკლისებზე, შეიძლება განიმარტოს, რომ მათი დაშვება არ გამომდინარეობს კანონმდებლის ნებიდან. ამდენად, აზრთა სხვადასხვაობისა და ინტერპრეტაციების თავიდან არიდების მიზნით, მიზანშეწონილია, ქართულმა კანონმდებლობამაც გაითვალისწინოს დათქმა, რომ თუ საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობიდან გამომდინარეობს ამის აუცილებლობა, შეიძლება გადახვეულ იქნეს საკორპორაციო სამართლით გათვალისწინებული იმპერატიული ნორმებიდან.

აღნიშნულთან შესაბამისად, მნიშვნელოვანია ასევე „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის პირველი მუხლის მე-4 პუნქტით გათვალისწინებული იმპერატიულობის პრინციპის გამორიცხვა, რომლის თანახმად, „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონისგან განსხვავებული წესები სააქციო საზოგადოების წესდებით ან აქციონერთა შეთანხმებით შეიძლება განისაზღვროს „მხოლოდ კანონით დაშვებულ შემთხვევებსა და ფარგლებში.“ სააქციო სამართლის ანალოგიური ნორმის მოქმედებას პირდაპირ გამორიცხავს გერმანული კანონმდებლობა.¹¹³ გერმანიაში არსებული გაბატონებული მოსაზრების თანახმად, წესდებით სააქციო სამართლის იმპერატიული ნორმებიდან გადახვევა დასაშვებია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ეს წარმოადგენს აუცილებლობას საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობიდან გამომდინარე.¹¹⁴

შედეგად, საინვესტიციო კომპანიაზე აღარ გავრცელდება საკორპორაციო სამართლის დებულებების საკმაოდ დიდი ნაწილი, რომლებიც ემსახურებიან აქციონერის საკორპორაციოსამართლებრივ დაცვას, თუმცა ეს კომპენსირდება უფრო ძლიერი - ინვესტორის საინვესტიციოსამართლებრივი დაცვით.¹¹⁵ საინვესტიციო კომპანიის აქციონერი, უპირველეს ყოვლისა, არის ინვესტორი, რომელიც საჭიროებს

¹¹³ § 108 Abs. 2 KAGB.

¹¹⁴ *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 108 Rn. 54; *Wallach*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 108 Rn. 38; *Boxberger*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, KAGB, § 108 Rn. 9; *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.) Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 135; *Lorenz*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 108 Rn. 11.

¹¹⁵ BT-Drs. 16/5576, 83; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 108 Rn. 49; *Wallach*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 108 Rn. 36; *Dornseifer*, AG 2008, 53, 55.

ინსტიტუციონალიზებულ საინვესტიციოსამართლებრივ დაცვას, ვიდრე ზოგად, მრავალი განსხვავებული ინტერესის მომცველ საკორპორაციოსამართლებრივ დაცვას, რომელიც სათანადოდ არ ითვალისწინებს ინვესტორის საჭიროებებს.¹¹⁶

1.4.1.2. ჩვეულებრივი სავაჭრო ან სამრეწველო საქმიანობის განხორციელების მიზნის არქონა

კოლექტიური საინვესტიციო სქემის საქმიანობა მიმართული უნდა იყოს ინვესტორებისგან შეგროვებული კაპიტალის ინვესტირებისა და საინვესტიციო პორტფელის მართვისაკენ.¹¹⁷ ჩვეულებრივი სავაჭრო ან სამეწარმეო საქმიანობის განხორციელების მიზნის შემთხვევაში ის საინვესტიციო ფონდად არ დაკვალიფიცირდება.¹¹⁸

ჩვეულებრივ სავაჭრო ან სამეწარმეო საქმიანობაში იგულისხმება საქმიანობა, რომელიც ხორციელდება ფინანსური სექტორის მიღმა და რომლის ძირითად საგანს წარმოადგენს მოძრავი ნივთების ყიდვა, გაყიდვა ან/და გაცვლა ან/და არაფინანსური ხასიათის მომსახურების გაწევა, მოძრავი ნივთების წარმოება ან უძრავი ქონების მშენებლობა, ასევე მათი კომბინაცია.¹¹⁹ მოცული არ არის უძრავი ქონების შეძენა, გასხვისება, გაქირავება ან მართვა, რათა საინვესტიციო ფონდის ცნებიდან არ გამოირიცხოს უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდები.¹²⁰

ამ კრიტერიუმის შესაფასებლად გადამწყვეტია შესაბამისი წარმონაქმნის საქმიანობის სტრატეგია, საქმიანობის მიზანი, რომელსაც ის ფაქტობრივად და

¹¹⁶ *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 108 Rn. 49, 53; BT-Drs. 16/5576, 83; *Herrmann/Krönke*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 109 Abs. 6; *Wallach*, Der Konzern 2007, 487 f.

¹¹⁷ *Gottschling*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 1 Rn. 82; *Volhard/Jang*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 26.

¹¹⁸ *Gottschling*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 1 Rn. 82; *Eckhold/Balzer*, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 22 Rn. 26.

¹¹⁹ Sec. II of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611 - Definition of general commercial or industrial purpose; Ziff. I.7, Auslegungsschreiben von BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens".

¹²⁰ Ziff. I.7.a, II.1, Auslegungsschreiben von BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens".

ხანგრძლივად ემსახურება.¹²¹ თუ საწარმო ჩვეულებრივ სამეწარმეო საქმიანობასთან ერთად დამატებით საინვესტიციო საქმიანობასაც ახორციელებს, თუმცა მას მხოლოდ დამხმარე ხასიათი გააჩნია და ემსახურება მისი ძირითადი სამეწარმეო მიზნის განხორციელებას, ის საინვესტიციო ფონდის დეფინიციის ქვეშ არ მოექცევა და შესაბამის ზედამხედველობას არ დაექვემდებარება.¹²²

1.4.1.3. ინვესტორის მონაწილეობა საინვესტიციო ფონდის მოგებასა და ზარალში

კოლექტიურ საინვესტიციო სქემაში ინვესტორებისგან მოზიდული კაპიტალის გაერთიანებისა და შემდგომში მისი ინვესტირების მიზანს ინვესტორებისთვის საერთო მოგების გენერირება წარმოადგენს,¹²³ რაც დაკავშირებულია აქტივების შეძენასთან, მართვასა და გასხვისებასთან დაკავშირებულ საინვესტიციო რისკებთან.¹²⁴ ამდენად, ინვესტორები თავიანთი ინვესტიციით მონაწილეობენ კოლექტიური საინვესტიციო სქემის მოგებასა და ზარალში; ისინი ატარებენ იმ აქტივების ღირებულების განვითარებასთან დაკავშირებულ შანსებსა და რისკებს, რომლებშიც საინვესტიციო სტრატეგიის ფარგლებში ხდება მათი კაპიტალის ინვესტირება.¹²⁵ საინვესტიციო სქემა ვერ დაკვალიფიცირდება საინვესტიციო ფონდად, თუ ინვესტორებს ექნებათ ფიქსირებული სარგებლის მიღებისა და უპირობო, მოგებისა ან ზარალისგან დამოუკიდებელი მოთხოვნის უფლება ინვესტირებული კაპიტალის უკან გატანის თაობაზე, როგორც ეს მაგ., სასესხო ურთიერთობის ფარგლებში ხდება.¹²⁶

¹²¹ *Geibel, Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, § 58 Rn. 25; *Gottschling, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 81; *Eckhold/Balzer, Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 26.

¹²² *Ziff. I.7, Auslegungsschreiben von BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens"*.

¹²³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი; Sec. VI para. 12 subpara. b of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

¹²⁴ Sec. II of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611 – Definition of pooled return.

¹²⁵ *Volhard/Jang, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 1 Rn. 7; *Gottschling, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 36.

¹²⁶ *Auslegungsschreiben von BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens"*. *Gottschling, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 37, 39; *Volhard/Jang, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 1 Rn. 8.

1.4.1.4. ყოველდღიური მართვისა და გადაწყვეტილებების მიღების უფლების არქონა

კოლექტიური საინვესტიციო სქემისთვის დამახასიათებელია, რომ ინვესტორებს კოლექტიურად, როგორც ჯგუფს არ გააჩნიათ საინვესტიციო სქემის ყოველდღიური მართვის ან გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილება ან შესაძლებლობა, რაშიც საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვასთან დაკავშირებულ საოპერაციო საკითხების გადაწყვეტაში უშუალო მონაწილეობა მოიაზრება.¹²⁷ აღნიშნულში არ იგულისხმება მაგ., აქციონერის პოზიციაში მყოფი ინვესტორის მიერ ისეთი უფლებამოსილებების განხორციელება, როგორცაა ხმის მიცემა აქციონერთა კრებაზე საზოგადოების შერწყმასთან ან ლიკვიდაციასთან, გამგეობის წევრებისა თუ აუდიტორის დანიშვნასთან დაკავშირებით და სხვა მსგავსი საკითხები.¹²⁸ ამასთან, კანონის ჩანაწერი პირდაპირ უშვებს ყოველდღიური მართვის უფლებამოსილების მინიჭებას ერთი ან რამდენიმე ინვესტორისათვის და აღნიშნული არ შეიძლება დასახელდეს იმის მტკიცებულებად, რომ ორგანიზმი არ წარმოადგენს კოლექტიურ საინვესტიციო სქემას.¹²⁹

1.4.2. ინვესტორთა სიმრავლე

შემდეგი წინაპირობის თანახმად, საინვესტიციო ფონდის საქმიანობა მიმართული უნდა იყოს ინვესტორთა გარკვეული რაოდენობისკენ.¹³⁰ აღნიშნულზე პირდაპირ მიუთითებს საინვესტიციო ფონდის ცნება, რომლის მიხედვით საინვესტიციო ფონდი არის „კოლექტიური“ საინვესტიციო სქემა, ამავდროულად

¹²⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტის პირველი წინადადება; Sec. VI para. 12 subpara. c of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611; *Gottschling, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 40; *Volhard/Jang, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 1 Rn. 9.

¹²⁸ Sec. II of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611 - Definition of day-to-day discretion or control.

¹²⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტის მე-2 წინადადება; Sec. VI para. 12 subpara. c of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

¹³⁰ *Gottschling, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 42; *Volhard/Jang, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 1 Rn. 10.

„ინვესტორი“ ყოველთვის მოხსენიებულია მრავლობით ფორმაში.¹³¹ ამ წინაპირობის დასაკმაყოფილებლად საკმარისია, თუ საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტი ითვალისწინებს შესაძლებლობას, რომ მასში მონაწილეობა შეუძლია ერთ ინვესტორზე მეტს, თუნდაც ფაქტობრივად მხოლოდ ერთ ინვესტორს ჰქონდეს ინვესტიცია განხორციელებული.¹³² ამდენად, ინვესტორის ცნება ფუნქციონალურად უნდა იქნეს გაგებული.¹³³

საინვესტიციო სქემა შეიძლება იმ შემთხვევაშიც დაკვალიფიცირდეს საინვესტიციო ფონდად, თუ მას ეკრძალება კაპიტალის მოზიდვა ერთზე მეტი ინვესტორისგან, მაგრამ ეს ერთადერთი ინვესტორი ახორციელებს ისეთი კაპიტალის ინვესტირებას, რომელიც შეგროვებულია ერთზე მეტი ფიზიკური ან იურიდიული პირისგან მათივე ინტერესებისთვის ინვესტირების მიზნით.¹³⁴ აღნიშნულში მოიაზრება ინვესტიციების მიმღები და ინვესტორი ფონდების სტრუქტურა, როცა მხოლოდ ერთი ინვესტორი ფონდი ახორციელებს ინვესტიციას ინვესტიციის მიმღებ ფონდში¹³⁵ ან დაწესებულებები, სადაც ერთადერთი ინვესტორი მონაწილეობს როგორც სხვა ერთი ან ერთზე მეტი ინვესტორის წარმომადგენელი და აერთიანებს მათ ინტერესებს ადმინისტრაციული მიზნებისათვის.¹³⁶

1.4.3. კაპიტალის გაერთიანება

ინვესტორებისგან საინვესტიციო კაპიტალის შეგროვების მიზნით კოლექტიურმა საინვესტიციო სქემამ ან მის სასარგებლოდ მოქმედმა პირმა უნდა განახორციელოს კომერციული ხასიათის ქმედებები,¹³⁷ რაც მისგან გარკვეულ აქტივობას, ინიციატივას მოითხოვს.¹³⁸ ამასთან, არ არის აუცილებელი კაპიტალის

¹³¹ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის პირველი პუნქტი.

¹³² Sec. VIII para. 17 of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

¹³³ *Geibel*, *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, § 58 Rn. 23.

¹³⁴ Sec. VIII para. 18 of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

¹³⁵ ინვესტიციის მიმღებ და ინვესტორ ფონდებთან დაკავშირებით (Master/feeder Funds) იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 57-ე და მომდევნო მუხლები.

¹³⁶ Sec. VIII para. 19 of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

¹³⁷ Sec. VII para. 13 of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

¹³⁸ *Gottschling*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 1 Rn. 54.

მოზიდვას ჰქონდეს მრავალჯერადი ხასიათი, არამედ ერთჯერადი საქმიანობაც საკმარისია.¹³⁹ პასიური მიმდინარეობა, როცა სხვადასხვა პირი საკუთარი ინიციატივით გაერთიანდება და გადაწყვეტს, ერთად განახორციელოს კაპიტალის ინვესტირება არ ქმნის საინვესტიციო ფონდის წინაპირობას.¹⁴⁰

1.4.4. წინასწარ განსაზღვრული საინვესტიციო პოლიტიკა

კოლექტიურ საინვესტიციო სქემას უნდა გააჩნდეს საინვესტიციო პოლიტიკა/სტრატეგია, რომელიც წინასწარ არის განსაზღვრული საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტით ინვესტორის მიერ ინვესტიციის განხორციელებამდე და შეიცავს საინვესტიციო ფონდის საქმიანობის ძირითად მიმართულებებსა და კრიტერიუმებს.¹⁴¹ საინვესტიციო პოლიტიკა/სტრატეგია უნდა განვასხვავოთ სამეწარმეო საზოგადოების საქმიანობის საგნისაგან, რომელიც საზოგადოების წესდებით განისაზღვრება. ეს უკანასკნელი არეგულირებს ზოგადად საქმიანობის სფეროს და მისი მიზანია საზოგადოების ინფორმირება, ასევე რეესტრისათვის საზოგადოების რეგისტრაციის დასაშვებობის თაობაზე წინაპირობების შექმნა, ხოლო საინვესტიციო პოლიტიკა/სტრატეგია შეიცავს წესსა და საშუალებას, თუ როგორ უნდა განხორციელდეს ეს საქმიანობა.¹⁴²

საინვესტიციო პოლიტიკა/სტრატეგია გულისხმობს კონკრეტული სტრატეგიის პროფილის შემუშავებას, რომელიც მოიცავს საინვესტიციო აქტივების კატეგორიებს, შეზღუდვებს კაპიტალის ალოკაციასთან დაკავშირებით, ინვესტიციის განსაზღვრულ ვადებს, რისკების დივერსიფიკაციის სტრატეგიებსა და სხვა.¹⁴³ აღნიშნულისგან უნდა

¹³⁹ Sec. VII para. 14. subpara. a of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611.

¹⁴⁰ *Gottschling*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 1 Rn. 54.

¹⁴¹ Sec. IX para. 20 subpara. a-d of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611; *Jesch*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 1 Rn. 16.

¹⁴² *Gottschling*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 1 Rn. 64; *Merkt*, BB 2013, 1986, 1991; *Jesch*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 1 Rn. 16.

¹⁴³ Sec. IX para. 20 subpara. d of the ESMA Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/611; Ziff. I.5, Auslegungsschreiben von BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens".

განვასხვავოთ საინვესტიციო ტაქტიკა, რომელიც გამოიყენება საინვესტიციო სტრატეგიის ფარგლებში მოკლევადიან პერიოდებში.¹⁴⁴

1.5. საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტები

საინვესტიციო ფონდის ფუნქციონირების გასაანალიზებლად მნიშვნელოვანია მასში მონაწილე ძირითადი სუბიექტებისა და მათი ფუნქციების აღწერა. ესენია: ინვესტორი, აქტივების მმართველი კომპანია და სპეციალიზებული დეპოზიტარი.

1.5.1. ინვესტორი

კაპიტალის ბაზრის სამართლის მიზნებისთვის ინვესტორი არის პირი, რომელიც კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით თავის კაპიტალს აბანდებს სხვადასხვა ფინანსურ პროდუქტში საკუთარი ქონების გაზრდის მიზნით.¹⁴⁵

ინვესტორის ლეგალურ დეფინიციას ვხვდებით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონში, რომლის მიხედვით, ინვესტორი არის „საინვესტიციო ფონდის ერთეულის (ერთეულების) არსებული ან პოტენციური მფლობელი“.¹⁴⁶ შესაბამისად, ინვესტორად განიხილება და საინვესტიციოსამართლებრივ დაცვას ექვემდებარება ის პირიც, რომელსაც განზრახული აქვს საკუთარი კაპიტალის ინვესტირება საინვესტიციო ფონდის ერთეულებში და ამისთვის შესაბამის ქმედებებს ახორციელებს.

ქართული სამართალი ერთმანეთისგან განასხვავებს გათვითცნობიერებულ (გამოცდილ) და გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორს. გათვითცნობიერებული ინვესტორის ლეგალურ დეფინიციას შეიცავს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი, რომლის თანახმად, ეს არის „პირი, რომელსაც აქვს საკმარისი გამოცდილება, ქონება ან შემოსავალი იმისათვის, რომ აიტანოს საინვესტიციო

¹⁴⁴ *Jesch, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 1 Rn. 16.*

¹⁴⁵ *Donalies, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 10; Mauser, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 13 f., 17; Bartsch, Effektives Kapitalmarktrecht, 25.*

¹⁴⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის 3¹⁹ ქვეპუნქტი.

საქმიანობით გამოწვეული ფინანსური ზარალი“,¹⁴⁷ ასეთია, მაგ., მნიშვნელოვანი ქონებით უზრუნველყოფილი პირი, ფინანსური ინსტიტუტი, ფინანსური ინსტიტუტის დირექტორი და სხვა.¹⁴⁸ ხოლო „გათვითცნობიერებელი ინვესტორის“ ნეგატიურ დეფინიციას ვხვდებით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონში, რომლის თანახმად, ეს არის ნებისმიერი პირი, რომელიც არ არის გათვითცნობიერებული ინვესტორი.¹⁴⁹

გათვითცნობიერებული ინვესტორის ლეგალურ დეფინიციამი ნახსენები „საკმარისი გამოცდილება“ გულისხმობს, რომ მას თავისი საქმიანობიდან გამომდინარე გააჩნია სპეციალური ცოდნა და არის კარგად ინფორმირებული, შესაბამისად, მას თავად შეუძლია საკუთარ ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკების შეფასება,¹⁵⁰ ხოლო გათვითცნობიერებელ ინვესტორს ასეთი სპეციალური ცოდნა არ გააჩნია და მისთვის ინვესტიციის განხორციელებასთან დაკავშირებული რისკების შეფასება რთულია.¹⁵¹ ფინანსურ ფაქტორზე დაყრდნობით ივარაუდება, რომ გათვითცნობიერებელია ის ინვესტორი, რომელიც მცირე ქონებას ფლობს და ამდენად, მისთვის ინვესტიციასთან დაკავშირებული ფინანსური დანაკარგი შესაძლოა ეგზისტენციალური აღმოჩნდეს.¹⁵²

დასახელებული ფაქტორების გათვალისწინებით, მრავალწახნაგოვანია ინვესტორის დაცვის კაპიტალისბაზრისეული გაგება. კანონმდებლობით განსაზღვრული ინვესტორის დაცვის მექანიზმები ყველა ინვესტორს თანაბრად არ ეხება, არამედ შენარჩუნებულია პროპორციული მიდგომა მათი ცოდნის, თვისებების

¹⁴⁷ იხ. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის 57-ე პუნქტის პირველი წინადადება. გათვითცნობიერებული ინვესტორის ლეგალური დეფინიცია ჩამოყალიბდა საქართველოს კანონმდებლობის ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრის შესახებ 2014/65/EU ევროკავშირის დირექტივასთან დაახლოების შედეგად [Annex II, Professional Clients for the Purpose of this Directive, Directive 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].

¹⁴⁸ იხ. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის 57-ე პუნქტის მე-2 წინადადება. იმ პირების ჩამონათვალს, რომლებიც მიიჩნევიან გათვითცნობიერებულ ინვესტორებად, აგრეთვე, პირის გათვითცნობიერებულ ინვესტორად აღიარების პირობებს დეტალურად აწესრიგებს საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 16 დეკემბრის ბრძანება N223/04 „პირის გათვითცნობიერებულ ინვესტორად აღიარების წესის დამტკიცების შესახებ“.

¹⁴⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის 3¹⁴ ქვეპუნქტი.

¹⁵⁰ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 80.

¹⁵¹ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 17.

¹⁵² *Thiel*, der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht, 12.

თუ ეკონომიკური შესაძლებლობების გათვალისწინებით.¹⁵³ გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორის გამოუცდელობა და ფინანსური მდგომარეობა მეტყველებს იმაზე, რომ ის მეტი დაცვის ღირსია, ვიდრე გათვითცნობიერებული (ინსტიტუციური) ინვესტორი.¹⁵⁴

ინვესტორის ტიპების მიმოხილვის შემდეგ მნიშვნელოვანია განისაზღვროს ინვესტორის სურათი, რომელსაც კანონმდებელი რეგულაციების საფუძველად და მართლმსაჯულება სხვადასხვა შემთხვევის შესაფასებლად იყენებს. ინვესტორის დაცვის კონცეფციის ბაზისი არის გონივრულად მოქმედი ინვესტორი, რომელიც განსაზღვრული ინფორმაციის მიღებას საჭიროებს და მის საფუძველზე საკუთარი პასუხისმგებლობით იღებს გადაწყვეტილებას.¹⁵⁵ ამდენად, კანონმდებელი შეფასების ნიშნულად, ორიენტირად, უმეტეს შემთხვევაში, გონიერი ინვესტორის (Homo oeconomicus/ reasonable investor/ rationaler/verständiger Anleger) სურათს იყენებს,¹⁵⁶ რომელიც ცნობისმოყვარეა, თვითონ ეძებს ინფორმაციას, შეუძლია სწორად გაანალიზოს ის და საკმარისი ინფორმაციის საფუძველზე მიიღოს გონივრული საინვესტიციო გადაწყვეტილება.¹⁵⁷ თუმცა, ცალკეულ შემთხვევაში ინვესტორის მეტი დაცვის საჭიროებიდან გამომდინარე, შეიძლება გამოიყენოს ინვესტორის სურათი, რომელიც შეცდომას უშვებს ინფორმაციის მოძიებისა თუ ანალიზისას ან გადაწყვეტილების მიღებისას.¹⁵⁸ მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ინვესტორის ეს სურათი არ მოდის წინააღმდეგობაში ინვესტორის ზემოაღწერილ ტიპებად დაყოფასთან და არ გამორიცხავს, რომ გათვითცნობიერებული (ინსტიტუციური) ინვესტორისგან ქცევის მაღალი სტანდარტია მოსალოდნელი და მისი დაცვის ნაკლები საჭიროება არსებობს.¹⁵⁹

გონიერი (რაციონალური) ინვესტორის პარადიგმა უკან იხევს და ადგილს უთმობს დაცვის უფრო მაღალ რეჟიმს, როცა ინვესტორი ფასიანი ქაღალდების

¹⁵³ *Otto*, Baas/Buck-Heeb/Werner (Hrsg.), Anlegerschutzgesetze, § 1 KAGB Rn. 16.

¹⁵⁴ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 79 ff.; *Mausser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 17.

¹⁵⁵ *Buck-Heeb*, ZHR, 176/2012, 66, 70; *Riesenhuber*, ZBB 2/2014, 134, 146.

¹⁵⁶ *Piwowski*, Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II, 198, 228.

¹⁵⁷ *Piwowski*, Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II, 84 f.; *Möllers/Poppele*, ZGR 4/2013, 437, 445. „A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way“ - CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, 10, Fn. 1.

¹⁵⁸ „Schützenswerter Anleger“ - *Piwowski*, Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II, 198, 201; *Möllers/Poppele*, ZGR 4/2013, 437, 481.

¹⁵⁹ *Riesenhuber*, ZBB 2/2014, 134, 147.

ბაზრის შუამავლის მომსახურებით სარგებლობს, რადგან ის დამატებით დაცული უნდა იქნეს ბაზრის შუამავალთან არსებული ინტერესთა კონფლიქტებისაგან.¹⁶⁰ ყველაზე მცირე მოთხოვნები ინვესტორის უნარების მიმართ არსებობს საინვესტიციო ფონდში, სადაც ინვესტორთა კაპიტალის მართვა და შესაბამისი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება პროფესიონალების მეშვეობით ხორციელდება.¹⁶¹ აქ შეგვიძლია ვისაუბროთ დაცვის დირს ინვესტორზე, რომლის პასუხისმგებლობა მხოლოდ სათანადო ფონდის შერჩევით შემოიფარგლება.¹⁶²

1.5.2. აქტივების მმართველი კომპანია

აქტივების მმართველი კომპანია არის იურიდიული პირი, რომლის ძირითად საქმიანობას წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის მართვა.¹⁶³ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს, რომელიც სახელშეკრულებო სქემის ფორმით ყალიბდება და არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა, არ შეუძლია სამართლებრივ ურთიერთობებში მონაწილეობა აქტივების მმართველი კომპანიის გარეშე.¹⁶⁴ ხოლო საინვესტიციო კომპანიას, რომელიც იურიდიული პირის ფორმით ყალიბდება, აქვს არჩევანის საშუალება, თვითონ იკისროს აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციები და იყოს ერთდროულად საინვესტიციო ფონდი და შიდა აქტივების მმართველი კომპანია, ან დანიშნოს გარე აქტივების მმართველი კომპანია.¹⁶⁵

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის თანახმად, „საინვესტიციო ფონდის მართვა“ გულისხმობს ამავე კანონის 25-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ა“ და „ბ“ ქვეპუნქტებით გათვალისწინებული ფუნქციებიდან სულ მცირე ერთი ფუნქციის შესრულებას, კერძოდ, ის უნდა ახორციელებდეს საინვესტიციო

¹⁶⁰ Möllers/Poppele, ZGR 4/2013, 437, 476, 481.

¹⁶¹ Möllers/Poppele, ZGR 4/2013, 437, 477, 479, 481.

¹⁶² Möllers/Poppele, ZGR 4/2013, 437, 477, 479, 481.

¹⁶³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „3“ ქვეპუნქტი; Art. 2 para. 1 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC; Art. 4 para. 1 subpara. b of the AIFM Directive 2011/61/EU; § 17 Abs. 1 S. 1 KAGB.

¹⁶⁴ Eckhold/Balzer, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 22 Rn. 82; „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-4 პუნქტი.

¹⁶⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-3 პუნქტი: „თუ საინვესტიციო კომპანიამ დანიშნა აქტივების მმართველი კომპანია, ...“

ფონდის პორტფელის ან რისკების მართვას. ხოლო 25-ე მუხლის მე-2 პუნქტის თანახმად, აქტივების მმართველმა კომპანიამ დამატებით შესაძლებელია შეასრულოს ადმინისტრაციული ფუნქციები, როგორებიცაა: სამართლებრივი და საბუღალტრო მომსახურება, ინვესტორებთან კომუნიკაცია და მათ შეკითხვებზე პასუხის გაცემა, აქტივების შეფასება და ფასის დადგენა, მათ შორის, საგადასახადო დეკლარირება; მარეგულირებელ კანონმდებლობასთან შესაბამისობის მონიტორინგი, ერთეულის მფლობელთა რეესტრის წარმოება, მოგების განაწილება, ერთეულების გამოშვება და გამოსყიდვა, ჩანაწერების წარმოება და შენახვა და სხვა; დამატებით ასევე ერთეულების შეთავაზება და საინვესტიციო ფონდის აქტივებთან დაკავშირებული საქმიანობები.

აღნიშნული მოწესრიგება, ერთი შეხედვით, შესაბამისობაშია AIFM-ის დირექტივასთან, რომლის მიხედვით, საინვესტიციო ფონდის მართვა გულისხმობს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ სულ მცირე პორტფელის ან რისკების მართვის ფუნქციის განხორციელებას.¹⁶⁶ თუმცა დირექტივის ამ რეგულაციის მიზანია სუბიექტის როგორც აქტივების მმართველი კომპანიის კვალიფიკაციისათვის საჭირო კრიტერიუმის განსაზღვრა. კონკრეტული სუბიექტის მიერ ამ ფუნქციათაგან ერთ-ერთის განხორციელების შემთხვევაში, შეგვიძლია ვთქვათ, რომ ის წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის აქტივების მმართველ კომპანიას და საჭიროებს ლიცენზირებას/რეგისტრაციას/აღიარებას საზედამხედველო ორგანოს მიერ,¹⁶⁷ მაგრამ აღნიშნული არ ამოწურავს საინვესტიციო ფონდის მართვის შინაარსს. გასათვალისწინებელია, რომ AIFM-ის დირექტივა აწესრიგებს ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდის მენეჯერებთან იგივე აქტივების მმართველ კომპანიებთან დაკავშირებულ ურთიერთობებს და მისი რეგულაციებიც სწორედ ამ პერსპექტივიდან გამომდინარე არის ფორმულირებული. ამდენად, საინვესტიციო ფონდის მართვის ლეგალური დეფინიცია გაცილებით ფართოდ უნდა განისაზღვროს და მოიცავდეს არამხოლოდ საინვესტიციო ფონდის პორტფელის ან რისკების მართვის, არამედ ყველა ზემოჩამოთვლილ ფუნქციას. აღნიშნულ მსჯელობას ამყარებს ის გარემოებაც,

¹⁶⁶ Art. 4 para. 1 subpara. w of the AIFM Directive 2011/61/EU.

¹⁶⁷ იხ. *Bentele*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetz*, § 17 Rn. 20; *Schücking*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 17 Rn. 41; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), *KAGB*, § 17 Rn. 15.

რომ UCITS-ის დირექტივა ადმინისტრაციულ ფუნქციებსა და ერთეულების შეთავაზებას პორტფელის მართვის ქვეშ, მის შემადგენელ ნაწილებად მოიაზრებს.¹⁶⁸ ამ ფუნქციების განხორციელების გარეშე საინვესტიციო ფონდის მართვა რთულად წარმოსადგენია. მართებულია გერმანიის კანონმდებლობით ჩამოყალიბებული ფორმულირება, რომლის მიხედვით, საინვესტიციო ფონდის მართვა მოიცავს პორტფელის მართვას, რისკების მენეჯმენტს, ადმინისტრაციულ საქმიანობებს, საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეთავაზებასა და AIF-ის აქტივებთან დაკავშირებულ საქმიანობებს.¹⁶⁹

საინვესტიციო ფონდის პორტფელისა და რისკების მართვა წარმოადგენს აქტივების მმართველი კომპანიის ძირითად ფუნქციებს, რომლებსაც ის უნდა ახორციელებდეს საკუთარი პასუხისმგებლობით და არა როგორც კომპანია, რომელზეც დელეგირებულია ეს ფუნქციები.¹⁷⁰ აქტივების მმართველ კომპანიას, თავის მხრივ, შეუძლია განახორციელოს თავისი ფუნქციების დელეგირება მესამე პირებზე, თუმცა დელეგირება არ ახდენს ზეგავლენას მის პასუხისმგებლობაზე და ის კვლავ რჩება პასუხისმგებელ სუბიექტად როგორც პორტფელისა და რისკების მართვის, ასევე ყველა სხვა დანარჩენ ფუნქციასთან მიმართებით.¹⁷¹ აღნიშნული შესაბამისობაშია მოთხოვნასთან, რომლის მიხედვით, საინვესტიციო ფონდზე პასუხისმგებელი შეიძლება იყოს მხოლოდ ერთი აქტივების მმართველი კომპანია,¹⁷² რაც ემსახურება საინვესტიციო ფონდის ზედამხედველობის ამოცანების ეფექტურ განხორციელებასა და შესაბამისად, ინვესტორის ინტერესების დაცვას.¹⁷³ თავად

¹⁶⁸ Annex II to the UCITS Directive 2009/65/EC.

¹⁶⁹ § 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB.

¹⁷⁰ *Bentele*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 17 Rn. 20; BT-Drs. 17/12294, 211 f.; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), *KAGB*, § 17 Rn. 15; *Eckhold/Balzer*, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 83.

¹⁷¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 26-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 13 para. 2 sentence 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; Art. 20 para. 3 of the AIFM Directive 2011/61/EU; § 36 Abs. 4 KAGB; „For the avoidance of doubt, this applies to all functions stated in point 1 and point 2 of Annex I of the AIFMD“ - Sec. VIII para. 2 of the ESMA Questions and Answers, Application of the AIFMD, ESMA34-32-352.

¹⁷² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-5 პუნქტი, § 17 Abs. 3 KAGB; Art. 5 para. 1 sentence 1 of the AIFM Directive 2011/61/EU. აღნიშნული გამომდინარეობს AIFM-ის დირექტივიდან, თუმცა როგორც ქართველი, ასევე გერმანელი კანონმდებლის ნებით მოქმედებს UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდების მიმართაც [გერმანულ კანონმდებლობაში UCITS-ის მიმართაც გამოყენების შესახებ იხ. BT-Drs. 17/12294, 212].

¹⁷³ *Bentele*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 17 Rn. 29; *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), *KAGB*, § 17 Rn. 27; *Tollmann*, Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann (Hrsg.), *AIFM-Richtlinie*, Art. 5 Rn. 7; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), *KAGB*, § 17 Rn. 15.

აქტივების მმართველ კომპანიას უფლება აქვს დააფუძნოს და მართოს რამდენიმე საინვესტიციო ფონდი იმ პირობით, რომ თითოეული მათგანი მკვეთრად იქნება ერთმანეთისგან გამიჯნული.¹⁷⁴

საინვესტიციო ფონდის პორტფელის მართვაში მოიაზრება საინვესტიციო აქტივების შექმნასა და გასხვისებასთან დაკავშირებული საქმიანობა მოგების გენერირების მიზნით, რომელიც აისახება ინვესტორების კოლექტიურ ანგარიშზე და ემსახურება მათი ინტერესების დაკმაყოფილებას.¹⁷⁵ ამ საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკების მართვის მიზნით, აქტივების მმართველი კომპანია ვალდებულია ინდივიდუალურად, საინვესტიციო ფონდის თავისებურებების გათვალისწინებით შეიმუშავოს რისკების მართვის პოლიტიკა და პროცედურა და მუდმივად ახორციელებდეს მათ.¹⁷⁶ ამასთან, აუცილებელი მოთხოვნაა, რომ რისკების მართვის ფუნქცია როგორც ფუნქციურად, ასევე იერარქიულად განცალკევებული იყოს პორტფელის მართვის ფუნქციისგან.¹⁷⁷

აქტივების მმართველ კომპანიას საქმიანობის განხორციელება შეუძლია მხოლოდ საზედამხედველო ორგანოს - საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ლიცენზირების, რეგისტრაციის ან აღიარების შემთხვევაში.¹⁷⁸

1.5.3. სპეციალიზებული დეპოზიტარი

საინვესტიციო ფონდის მნიშვნელოვან მონაწილეს წარმოადგენს სპეციალიზებული დეპოზიტარი, რომელიც ურთიერთობაში ერთვება აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის მიერ მასთან დადებული

¹⁷⁴ აღნიშნულის დასაშვებობაზე მინიშნებას შეიცავს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის მე-2 პუნქტი, რომლის მიხედვით „საზედამხედველო ორგანომ აქტივების მმართველ კომპანიას შეიძლება შეუწყვიტოს ერთი ან რამდენიმე საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილება, ...“; § 92 Abs. 3 KAGB. *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309, 313.

¹⁷⁵ *Wieland*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 14; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 20; *Eckhold/Balzer*, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 79; *Verfürth/Emde*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 306.

¹⁷⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი; Art. 51 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

¹⁷⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „დ“ ქვეპუნქტი; Art. 15 para. 1 of the AIFM Directive 2011/61/EU; § 29 Abs. 1 S. 1 KAGB.

¹⁷⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-19 მუხლის მე-2 პუნქტი.

წერილობითი ხელშეკრულების საფუძველზე.¹⁷⁹ სპეციალიზებული დეპოზიტარი შეიძლება იყოს საქართველოში ლიცენზირებული კომერციული ბანკი ან საქართველოს კანონმდებლობის საფუძველზე ლიცენზირებული სხვა იურიდიული პირი, რომელსაც უფლება აქვს, განახორციელოს ფინანსური ინსტრუმენტების შენახვის მომსახურება, ასევე საქართველოს ეროვნული ბანკი.¹⁸⁰ საინვესტიციო ფონდში მისი ძირითადი ფუნქციებია: (1) შეინახოს და აღრიცხოს საინვესტიციო ფონდის აქტივები, ხოლო ისეთი აქტივების მიმართ, რომელთა შენახვა შეუძლებელია, გადაამოწმოს და აკონტროლოს საინვესტიციო ფონდის საკუთრების უფლება; შედეგად, აქტივების მმართველ კომპანიას არ გააჩნია უშუალო წვდომა საინვესტიციო ფონდის აქტივებზე, რაც აზღვევს მის მიერ აქტივების მართლსაწინააღმდეგოდ მითვისების რისკს;¹⁸¹ (2) აკონტროლოს აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის შესაბამისობა კანონმდებლობასთან და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტთან.¹⁸² შესაბამისად, სპეციალიზებული დეპოზიტარი წარმოადგენს ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს საინვესტიციო ურთიერთობაში.¹⁸³

საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნა სავალდებულოა მხოლოდ ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში, თუმცა ევროკავშირისა და გერმანიის კანონმდებლობის თანახმად, ის დანიშნულ უნდა იქნეს ნებისმიერი, მათ შორის რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდისთვის.¹⁸⁴ შესაბამისად, ამ თვალსაზრისით ქართულ სამართალში ვხვდებით ინვესტორის დაცვის განსხვავებულ სტანდარტს სხვადასხვა ფორმის საინვესტიციო ფონდში, რაც არ უნდა იყოს გამართლებული ინვესტორის ინტერესებიდან გამომდინარე.

¹⁷⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 33-ე მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები; Art. 22 para. 1 and 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 68 Abs. 1, 80 Abs. 1 KAGB.

¹⁸⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 33-ე მუხლის მე-3 და მე-4 პუნქტები; Art. 23 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 68 Abs. 2 f. KAGB.

¹⁸¹ *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 118.

¹⁸² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-2 პუნქტი.

¹⁸³ *Zetzsche, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB, vor §§ 68 ff. Rn. 1.*

¹⁸⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 33-ე მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები; Art. 22 para. 1 and 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; Art. 21 para. 1 of the AIFM Directive 2011/61/EU; § 68 Abs. 1, 80 Abs. 1 KAGB.

სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნა წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის წინაპირობას და ამდენად, ექვემდებარება საზედამხედველო ორგანოს კონტროლს.¹⁸⁵

1.6. საინვესტიციო ფონდის ქვეფონდები და ერთეულები

1.6.1. ქვეფონდები

საინვესტიციო ფონდი შეიძლება ჩამოყალიბდეს ქოლგისებრ ფონდად, რომელშიც გაერთიანებულია სხვადასხვა საინვესტიციო პოლიტიკით ან/და სხვა ნიშნით ერთმანეთისგან განსხვავებული ქვეფონდები.¹⁸⁶ ქვეფონდი არის ქოლგისებრი ფონდის დამოუკიდებელი ნაწილი, რომელთან მიმართებითაც აქტივების მმართველ კომპანიას/საინვესტიციო კომპანიას შეუძლია იმოქმედოს ისე, როგორც იმოქმედებდა დამოუკიდებელ ფონდთან მიმართებით, თუ საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული; ის ასევე ექვემდებარება ზედამხედველობას, როგორც დამოუკიდებელი საინვესტიციო ფონდი.¹⁸⁷

ქვეფონდების ერთმანეთისგან დამოუკიდებლობა, უპირველეს ყოვლისა, გამოიხატება მათი ქონებისა და პასუხისმგებლობის ერთმანეთისგან გამიჯვნაში. კერძოდ, კანონმდებლობით პირდაპირ არის აკრძალული ერთი ქვეფონდის აქტივების გამოყენება სხვა ქვეფონდის ვალდებულებების შესასრულებლად ან ინვესტორების მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად.¹⁸⁸

ქვეფონდი ქოლგისებრ ფონდში გაერთიანების ნაცვლად შეიძლება ჩამოყალიბდეს ასევე დამოუკიდებელ საინვესტიციო ფონდად, თუმცა ერთი

¹⁸⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის პირველი მუხლის „ე“ ქვეპუნქტი, მე-2 მუხლის „ვ“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 69 KAGB.

¹⁸⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „წ“ ქვეპუნქტი, მე-4 მუხლის მე-3 პუნქტის პირველი წინადადება; Art. 1 para. 2 sentence 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 96 Abs. 2 S. 1, 117, 132 KAGB; Sec. 3.3 of the ESMA Discussion Paper: Share classes of UCITS, ESMA/2014/1577.

¹⁸⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „ჭ“ ქვეპუნქტი, მე-4 მუხლის მე-3 პუნქტის მე-2 და მე-3 წინადადება, ასევე მე-4 მუხლის მე-4 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი.

¹⁸⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-4 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; §§ 96 Abs. 3, 117 Abs. 2, 132 Abs. 1 KAGB; Sec. 3.3 of the ESMA Discussion Paper: Share classes of UCITS, ESMA/2014/1577; *Höring, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 96 Rn. 10.*

საინვესტიციო ფონდის სახელის ქვეშ ინვესტორებისთვის სხვადასხვა საინვესტიციო პოლიტიკის შეთავაზებით იზრდება მისი კონკურენტუნარიანობა ბაზარზე.¹⁸⁹ ქოლგისებრი ფონდის ფარგლებში ინვესტორებს მარტივად შეუძლიათ შეცვალონ მათი მონაწილეობა ერთი ქვეფონდიდან მეორეში.¹⁹⁰ ქვეფონდების ჩამოყალიბების შესაძლებლობა განსაკუთრებით ხელსაყრელია საინვესტიციო კომპანიის ფორმით ჩამოყალიბებული საინვესტიციო ფონდებისთვის, ვინაიდან წინააღმდეგ შემთხვევაში მათ ყოველი დამატებითი საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავებისას ახალი საზოგადოების დაფუძნება მოუწევდათ.¹⁹¹

1.6.2. ერთეულები

საინვესტიციო ფონდის ერთეული არის ფინანსური ინსტრუმენტი, რომლის ცნების ქვეშ ქართული კანონმდებლობა აერთიანებს როგორც აქციას ან წილს საინვესტიციო კომპანიაში, ასევე პაის ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში.¹⁹² UCITS-ის დირექტივა და მასთან შესაბამისობაში მყოფი ქართული სამართალი უშვებს საინვესტიციო ფონდის მიერ ინვესტორებისთვის სხვადასხვა კლასის ერთეულების შეთავაზებას.¹⁹³ აღნიშნული იძლევა შესაძლებლობას, შეიქმნას საინვესტიციო პროდუქტების ფართო სპექტრი ერთ საინვესტიციო ფონდში, რაც ამცირებს ახალი საინვესტიციო ფონდების შექმნის საჭიროებას და შედეგად, მათთან დაკავშირებულ ადმინისტრაციულ ხარჯებს, როგორებიცაა პერსონალის, IT სისტემების ხარჯები და სხვა.¹⁹⁴ საინვესტიციო ფონდის ქვეფონდებისაგან განსხვავებით, საინვესტიციო ფონდის ერთეულის კლასები არ არიან ფონდის დამოუკიდებელი ნაწილები, არამედ

¹⁸⁹ *v. Schweinitz/Schneider-Deters, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 96 Rn. 10; Urhahn, Prozessverträge im Investmentrecht, 191.*

¹⁹⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-4 პუნქტის „ე“ ქვეპუნქტი; *Stabenow, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 96 Rn. 5; BT-Drs. 15/1553, 86.*

¹⁹¹ *Urhahn, Prozessverträge im Investmentrecht, 191; Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 34 InvG Rn. 28; Mächler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 254 ff..*

¹⁹² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი, მე-12 მუხლის პირველი პუნქტი.

¹⁹³ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-11 მუხლის პირველი პუნქტის პირველი წინადადება; Art. 78 para. 7 subpara. b ii, Art. 93 para. 1 sentence 2, Art. 93 para 8, Art. 93a para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

¹⁹⁴ *Höring, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 96 Rn. 3.*

ერთეულის კატეგორიები, რომლებიც ერთსა და იმავე ფონდს მიეკუთვნებიან და მისი მეშვეობით ყველა ინვესტორი იღებს წილს საინვესტიციო ფონდის კაპიტალში.¹⁹⁵

ESMA თავის განმარტებებში განსაზღვრავს საინვესტიციო ფონდის ერთეულის კლასების განმასხვავებელი ნიშნების არაამომწურავ ჩამონათვალს.¹⁹⁶ არაამომწურავ ჩამონათვალს ვხვდებით ასევე გერმანიის კანონმდებლობით განსაზღვრულ ერთეულის კლასების ლეგალურ დეფინიციაში.¹⁹⁷ შესაბამისად, კანონით გათვალისწინებულის გარდა დასაშვებია სხვა ნიშნების მქონე ერთეულის კლასების გამოცემა.¹⁹⁸ განსხვავებული სურათი გვაქვს ქართულ სამართალში, რომელიც ღია და ინტერვალურ საინვესტიციო ფონდებთან მიმართებით შეიცავს ერთეულის კლასების განმასხვავებელი ნიშნების ამომწურავ ჩამონათვალს. კერძოდ, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-11 მუხლის პირველი პუნქტის მე-2 წინადადების თანახმად, ერთეულის კლასების განსხვავებული უფლებამოვალეობები შეიძლება შეეხებოდეს მხოლოდ შემდეგ ნიშნებს ან მათ კომბინაციას: მოგების გამოყენებას (მოგების კაპიტალიზაცია ან მოგების განაწილება); ხარჯებს, საფასურებსა და საკომისიოებს, რომლებიც შესაძლებელია გამოიქვითოს საინვესტიციო ფონდის ქონებიდან ან რომლებიც ინვესტორებმა უნდა გადაიხადონ საინვესტიციო ფონდში გაწევრებისას ან საინვესტიციო ფონდიდან გასვლისას; ვალუტას, რომელშიც გამოიხატება ერთეულების ფასი ან ღირებულება ან/და რომლითაც ხორციელდება გადახდები.

დასახელებული ნიშნების გარდა, ერთეულის კლასები ერთმანეთისგან შეიძლება განსხვავდებოდეს, მაგ., მინიმალური ინვესტიციის რაოდენობით, რომელიც ინვესტორმა უნდა განახორციელოს საინვესტიციო ფონდში, ინვესტორის ტიპით (ერთეულები მხოლოდ ინსტიტუციური ან კერძო (მცირე) ინვესტორებისთვის), ხმის უფლების ქონით და სხვა.¹⁹⁹ ამდენად, საინვესტიციო ფონდის მეტი მოქნილობის უზრუნველყოფის მიზნით, აუცილებელია, რომ

¹⁹⁵ *Höring, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 96 Rn. 10; Sec. 3.4 of the ESMA Discussion Paper: Share classes of UCITS ESMA/2014/1577.*

¹⁹⁶ *Sec. 3.8 of the ESMA Discussion Paper: Share classes of UCITS ESMA/2014/1577.*

¹⁹⁷ *§§ 96 Abs. 1, 108 Abs. 4, 124 Abs. 2, 140 Abs. 3, 149 Abs. 2 KAGB; აშშ-სა და ევროპაში ერთეულის კლასების წარმოშობის შესახებ იხ. Kern, Typizität als Strukturprinzip des Privatrechts, 415, 423 f.*

¹⁹⁸ *Höring, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 96 Rn. 6; Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 96 Rn. 4.*

¹⁹⁹ *ib. Sec. 3.8 of the ESMA Discussion Paper: Share classes of UCITSESMA/2014/1577.*

ერთეულის კლასებთან მიმართებით ქართული სამართალიც შეიცავდეს არაამომწურავ ჩამონათვალს. კანონმდებლობის ამ ხარვეზზე მიუთითებს ის გარემოებაც, რომ მიუხედავად იმისა, რომ ერთეულის კლასების განმასხვავებელ ნიშნებში არ არის მითითებული განსხვავებული ხმის უფლების მქონე ერთეულების გამოშვების შესაძლებლობა, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონი ცალსახად უშვებს ასეთ შესაძლებლობას სხვადასხვა ნორმაში.²⁰⁰

ერთეულების კლასებად დაყოფასთან ერთად, გერმანული სამართალი ითვალისწინებს ცვალებადი კაპიტალის მქონე სააქციო საზოგადოების, იმავე ღია საინვესტიციო კომპანიის აქციების დაყოფას საწარმოო აქციებად (Unternehmensaktien) და საინვესტიციო აქციებად (Anlageaktien).²⁰¹ მათზე ასევე ვრცელდება ზემოთ განხილული კლასებად დაყოფა და ისინი შეიძლება იყვნენ განსხვავებული უფლება-მოვალეობების მატარებელი.²⁰² აქციების განსხვავებული სახეობების შემოღება გერმანულ სამართალში ინსპირირებული იყო საინვესტიციო კომპანიის სხვადასხვა კატეგორიის აქციონერების, ერთი მხრივ, მისი დამფუძნებლებისა და ინიციატორების, და მეორე მხრივ, ინვესტორების განსხვავებული საჭიროებებით.²⁰³ შედეგად, ინვესტორის ინტერესებიდან გამომდინარე უზრუნველყოფილ უნდა იქნეს საინვესტიციო ფონდების სამართლისთვის დამახასიათებელი ქონების გამიჯვნის პრინციპის განხორციელება, რაც საინვესტიციო კომპანიის საკუთარი კაპიტალის²⁰⁴, იგივე საწარმოო კაპიტალისა (Investmentbetriebsvermögen) და ინვესტორებისგან მოზიდული საინვესტიციო

²⁰⁰ მაგ., „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-8 მუხლის მე-2 პუნქტის მე-3 წინადადება, მე-9 მუხლის მე-2 პუნქტი და 47-ე მუხლის მე-2 პუნქტი პირდაპირ მოიხსენიებს „ხმის უფლების მქონე ერთეულის მფლობელებს“, ამდენად, საინვესტიციო კომპანიას შეიძლება ჰყავდეს ხმის უფლების მქონე და ხმის უფლების არმქონე ინვესტორები, რაც ლოგიკურია.

²⁰¹ § 109 KAGB; დაწვრილებით იხ. *Dornseifer, AG 2008*, 53, 55 f.

²⁰² § 108 Abs. 4 KAGB.

²⁰³ BT-Drs. 16/5576, 83; *Herrmann/Krönke, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze*, § 109 Abs. 5; *Wallach, Der Konzern 2007*, 487, 489.

²⁰⁴ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის „კ“ ქვეპუნქტი, რომლის მიხედვით საინვესტიციო კომპანიის საკუთარი კაპიტალი, რომელსაც დანიშნული არ ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, უნდა შეადგენს სულ მცირე 300 000 ლარს. გარე აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნის შემთხვევაში, ეს უკანასკნელი ასრულებს საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნებს საინვესტიციოსამართლებრივი მოზნებისთვის, ხოლო საინვესტიციო კომპანიას მოეთხოვება მხოლოდ „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული განთავსებული კაპიტალის ქონა.

კაპიტალის (Investmentanlagevermögen) ერთმანეთისგან გამიჯვნას გულისხმობს.²⁰⁵ ეს მიდგომა უფრო მკაფიოდ გამოხატავს სპეციალური დანიშნულების მქონე საინვესტიციო კომპანიის ორგანიზაციულსამართლებრივ აგებულებას.²⁰⁶

საწარმოო აქციების მფლობელები არიან სააქციო საზოგადოების ფორმით არსებული საინვესტიციო კომპანიის დაფუძნების ინიციატორები და მათთან დაკავშირებული პირები.²⁰⁷ მათ ერთ-ერთ ძირითად ვალდებულებას წარმოადგენს ავტორიზაციის მოსაპოვებლად საზოგადოების უზრუნველყოფა მინიმალური საკუთარი კაპიტალით, რომელიც გერმანიის კანონმდებლობის თანახმად, თვითმართული საინვესტიციო საზოგადოების შემთხვევაში შეადგენს 300 000 ევროს, ხოლო იმ საინვესტიციო საზოგადოების შემთხვევაში, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, 50 000 ევროს.²⁰⁸ საინვესტიციო საზოგადოების დაფუძნების შემდეგ ასევე არის შესაძლებელი სხვა პირებიც გახდნენ საწარმოო აქციების მფლობელები საინვესტიციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის გაზრდის ფარგლებში შენატანის განხორციელებით ან ძველი აქციონერისგან აქციების შეძენით.²⁰⁹ საწარმოო აქციონერი ჩართულია საინვესტიციო კომპანიის მართვაში და აქვს საერთო კრებებში ხმის უფლებით მონაწილეობის უფლება, ვინაიდან მას გააჩნია საკუთარი ეკონომიკური ინტერესი მის მიერ დაფუძნებული საინვესტიციო საზოგადოების შემდგომ განვითარებაზე.²¹⁰

საინვესტიციო აქციები შეიძლება გამოცემულ იქნეს საინვესტიციო საზოგადოების რეესტრში რეგისტრაციის შემდეგ, მაშასადამე მისი დაფუძნების

²⁰⁵ Lorenz, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 109 Rn. 2; Boxberger, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 109 Rn. 2. თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონების გამიჯვნაზე იხ. დისერტაციის 3.1.3.2.2.1.

²⁰⁶ BT-Drs. 16/5576, 83; Herrmann/Krönke, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 109 Abs. 5; საწარმოო აქციებსა და საინვესტიციო აქციებს შორის განსხვავებას იცნობს ასევე შვეიცარიისა და ლიხტენშტაინის საინვესტიციო ფონდების სამართალი [Herrmann/Krönke, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 109 Abs. 6; Dornseifer, AG 2008, 53, 55].

²⁰⁷ § 109 Abs. 2 S. 2 KAGB; Sachtleber, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, 168.

²⁰⁸ Herrmann/Krönke, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 109 Abs. 9; Wallach, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 109 Rn. 16 f.

²⁰⁹ § 109 Abs. 2 S. 2 KAGB; Wallach, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 109 Rn. 16 ff.; Herrmann/Krönke, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 109 Rn. 11.

²¹⁰ § 109 Abs. 2 S. 4 KAGB; BT-Drs. 16/5576, 83, 84; Herrmann/Krönke, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 109 Abs. 10; Wallach, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 109 Rn. 26; Wallach, Der Konzern 2007, 487, 489.

შემდეგ.²¹¹ მას იძენს ინვესტორი, რომლისთვისაც მნიშვნელოვანია ქონებრივი მონაწილეობა საზოგადოებაში და ნაკლებად ამოდრავებს ინტერესი, მიიღოს აქტიური მონაწილეობა მის მართვაში.²¹² შესაბამისად, როგორც წესი, ინვესტორ-აქციონერს არ გააჩნია საზოგადოების საერთო კრებაში მონაწილეობისა და ხმის მიცემის უფლება.²¹³ აღნიშნული საინვესტიციოსამართლებრივი თვალსაზრისით ლოგიკურია, რამდენადაც სახელმეკრულებო სქემის საფუძველზე ჩამოყალიბებულ ტრადიციულ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში ინვესტორებს არც საერთო კრების მსგავსი ორგანო და არც სხვა მხრივ გადაწყვეტილებების მიღებაზე ზეგავლენის მოხდენის საშუალება არ გააჩნიათ.²¹⁴ ინვესტორები ორიენტირებულნი არიან კაპიტალის პასიურ ინვესტიციაზე და სურთ თავიდან აირიდონ დამატებითი ეკონომიკური რისკები, რომლებიც უპირველეს ყოვლისა, დაკავშირებულია საზოგადოების დაფუძნების სტადიაზე არსებულ პასუხისმგებლობის რისკებთან.²¹⁵

ხმის უფლების გამორიცხვა გარკვეულ მსგავსებას აჩენს საინვესტიციო აქციასა და სააქციო სამართლით გათვალისწინებულ ხმის უფლების არმქონე პრივილეგირებულ აქციას შორის, თუმცა საინვესტიციო აქციის კონცეფცია განსხვავდება პრივილეგირებული აქციისაგან.²¹⁶ მაგ., საინვესტიციო აქცია, როგორც წესი, საწარმოო აქციასთან შედარებით უფრო მაღალი მოგების მიღებას არ ითვალისწინებს.²¹⁷ შესაბამისად, საინვესტიციო ფონდის არსიდან გამომდინარე, რომელიც რაც შეიძლება მეტი ინვესტორისგან კაპიტალის მოზიდვას ისახავს მიზნად, გამორიცხება სააქციო სამართალში არსებული დათქმის მოქმედება, რომლის მიხედვით, ხმის უფლების არმქონე პრივილეგირებული აქციების რაოდენობა არ უნდა აღემატებოდეს განთავსებული აქციების რაოდენობის ნახევარს.²¹⁸

ქართული სამართალი საინვესტიციო კომპანიის აქციების ასეთ დიფერენციაციას არ იცნობს და ამდენად, ამ მხრივ არ ითვალისწინებს გადახვევას

²¹¹ § 109 Abs. 3 S. 1 KAGB.

²¹² *Herrmann/Krönke*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 109 Abs. 6; *Wallach*, *Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 109 Rn. 29, 31; *Dornseifer*, *AG* 2008, 53, 56; *Wallach*, *Der Konzern* 2007, 487, 489.

²¹³ § 109 Abs. 3 S. 2 KAGB.

²¹⁴ *Dornseifer*, *AG* 2008, 53, 55.

²¹⁵ *Herrmann/Krönke*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 109 Abs. 17; *BT-Drs.* 16/5576, 84; *Wallach*, *Der Konzern* 2007, 487, 490; *Ebner/Lütke-Uhlenbrock*, *RdF* 2014, 292, 293.

²¹⁶ *Dornseifer*, *AG* 2008, 53, 55 f.

²¹⁷ *Wallach*, *Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 109 Rn. 35.

²¹⁸ § 109 Abs. 3 S. 3 KAGB; *Dornseifer*, *AG* 2008, 53, 56.

სააქციო სამართლის ზოგადი წესებიდან. მიზანშეწონილია, ინვესტორის სპეციფიური საჭიროებებიდან გამომდინარე ქართული სამართალიც ცალსახად მიჯნავდეს ერთმანეთისგან ინვესტორებსა და აქციონერებს საკორპორაციოსამართლებრივი გაგებით, რომელთაც საზოგადოებაში მონაწილეობის განსხვავებული ინტერესები და საჭიროებები ამოძრავებთ. საწარმოო და საინვესტიციო კაპიტალის ერთმანეთისგან გამიჯვნა უპირატესად მიზნად ისახავს ინვესტორის დაცვას საინვესტიციო კომპანიის მართვასთან დაკავშირებული საოპერაციო რისკებისაგან, რომლებიც ინვესტორის მიერ მისაღებ მოგებას არ უნდა ამცირებდეს.²¹⁹ ასევე მნიშვნელოვანია, გერმანული კანონმდებლობის ანალოგიურად პირდაპირ გამოირიცხოს „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 158-ე მუხლის პირველი პუნქტის მე-4 წინადადების მოქმედება საინვესტიციო კომპანიასთან მიმართებით, რომლის მიხედვით, ხმის უფლების არმქონე აქციების რაოდენობა არ უნდა აღემატებოდეს განთავსებული აქციების ნახევარს. ეს დათქმა ცალსახად შეუსაბამოა საინვესტიციო ფონდის კონცეფციასთან.

1.7. საინვესტიციო ფონდების კლასიფიკაცია

ქვემოთ წარმოდგენილია საინვესტიციო ფონდების კლასიფიკაცია კაპიტალის სტრუქტურის, ინვესტორთა წრისა და ევროკავშირის დირექტივებთან შესაბამისობის მიხედვით. კლასიფიკაცია სამართლებრივი ფორმის მიხედვით, რაც გულისხმობს საინვესტიციო ფონდების დაყოფას ერთობლივ საინვესტიციო ფონდად (სახელშეკრულებო სქემა) და საინვესტიციო კომპანიად (იურიდიული პირი), წარმოდგენილია დისერტაციის 1.4.1.1. თავში.

1.7.1. კაპიტალის სტრუქტურის მიხედვით

საინვესტიციო ფონდის ორგანიზაციას არსებითად განსაზღვრავს, თუ რა ხარისხით არის ინვესტორების მობილობა უზრუნველყოფილი, კერძოდ, როდის და

²¹⁹ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნასთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.3.2.2.

რა სიხშირით აქვს ინვესტორს უფლება, მოითხოვოს საკუთარი ერთეულების გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან.²²⁰ აღნიშნულ კრიტერიუმზე დაყრდნობით ერთმანეთისგან განასხვავებენ ღია (open-end) და დახურულ (closed-end) საინვესტიციო ფონდებს, ქართული სამართალი იცნობს ასევე ინტერვალურ საინვესტიციო ფონდს, რომელიც ემსგავსება როგორც ღია, ასევე დახურულ საინვესტიციო ფონდს.²²¹

ღია საინვესტიციო ფონდს შეუძლია უწყვეტად გამოუმზას ერთეულები და შედეგად მიიღოს ახალი კაპიტალი, ამავდროულად, ინვესტორებს შეუძლიათ ნებისმიერ დროს მოითხოვონ საკუთარი ერთეულების გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან, რაც ინვესტორებისთვის სათანადო ლიკვიდობას უზრუნველყოფს; ამდენად, ღია საინვესტიციო ფონდის კაპიტალი მუდმივად ცვალებადია.²²² ამის საწინააღმდეგოდ, დახურულ საინვესტიციო ფონდში მხოლოდ განსაზღვრული რაოდენობის ინვესტორებს შეუძლიათ მონაწილეობა, როგორც კი სადამფუძნებლო დოკუმენტებით გათვალისწინებული კაპიტალი შეგროვდება, ფონდი ხდება „დახურული“ და ინვესტორებს მხოლოდ საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდაციის ეტაპზე შეუძლიათ განხორციელებული ინვესტიციის უკან მიღება.²²³ დახურული ტიპი ძირითადად შეესაბამება ფონდებს, რომელთა ქონება არალიკვიდური ქონების ობიექტებისგან შედგება და ამდენად, ინვესტორების მაღალი მობილობა არასასურველია.²²⁴ ინტერვალური საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნა შესაძლებელია სადამფუძნებლო

²²⁰ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 10.

²²¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის „ჟ“, „რ“ და „ს“ ქვეპუნქტები, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის განმარტებითი ბარათი; § 1 Abs. 4, 5 KAGB; *Engert*, *Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht - Ökonomische und rechtliche Struktur des Publikums-Investmentfonds*, 346 f.; *Reuter*, *Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilsinhaber*, 35 f.

²²² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „რ“ ქვეპუნქტი; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 11; *Klett*, *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts*, 67; *Lehmann*, *Finanzinstrumente*, 116.

²²³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „ჟ“ ქვეპუნქტი; *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 51 f.; *Busse*, *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, § 63 Rn. 18 ff; *Reuter*, *Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilsinhaber*, 35 f.; *Klett*, *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts*, 67; *Lehmann*, *Finanzinstrumente*, 115.

²²⁴ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 11.

დოკუმენტით გათვალისწინებული პროცედურითა და სიხშირით, მაგრამ სულ მცირე წელიწადში ერთხელ.²²⁵

1.7.2. ინვესტორთა წრის მიხედვით

ინვესტორთა წრის მიხედვით საქართველოს კანონმდებლობა ერთმანეთისგან განასხვავებს ავტორიზებულ და რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდებს.²²⁶ ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდი მოიცავს მიმოქცევად ფასიან ქალაქებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდს - UCITS-ს ან გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორების საინვესტიციო ფონდს.²²⁷ ავტორიზებული ფონდი ღიაა ყველა ტიპის - როგორც გაუთვითცნობიერებელი, ასევე გათვითცნობიერებული ინვესტორისათვის. ხოლო რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდი განკუთვნილია ძირითადად გათვითცნობიერებული ინვესტორებისთვის.²²⁸

ვინაიდან გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორები მეტად მოწყვლადი არიან საინვესტიციო რისკებისადმი, ვიდრე გათვითცნობიერებული ინვესტორები, ისინი მეტ დაცვას იმსახურებენ.²²⁹ შესაბამისად, ავტორიზებული ფონდები ექვემდებარებიან მეტ შეზღუდვებსა და გამჭვირვალობას და საზედამხედველო მოთხოვნები მათთან მიმართებით შედარებით მაღალია.²³⁰ ასე მაგ., ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდი ვალდებულია შეადგინოს და გამოაქვეყნოს პროსპექტი და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია;²³¹ მისი სადამფუძნებლო დოკუმენტი დამატებით უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას იმ ანაზღაურებისა და

²²⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „ს“ ქვეპუნქტი.

²²⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-6 მუხლის მე-2 პუნქტი. ანალოგიურ კლასიფიკაციას ვხვდებით გერმანულ სამართალში, სადაც ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდის შესატყვისია - Publikumsinvestmentvermögen, ხოლო რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდის - Spezial-AIF [§ 1 Abs. 6 KAGB].

²²⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „ფ“ ქვეპუნქტი, მე-6 მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი.

²²⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-6 მუხლის მე-4 პუნქტის პირველი წინადადება.

²²⁹ *Eckhold/Balzer, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 22 Rn. 45, 73; Gottschling, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 1 Rn. 412; Zetzsche, AG 2013, 613; Zetzsche, Möllers/Kloyer (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, Rn 315 ff.*

²³⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის განმარტებითი ბარათი.

²³¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 65-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

ხარჯების შესახებ, რომელთა გადახდა შეიძლება დაეკისროს ფონდს აქტივების მმართველი კომპანიის მიმართ, ერთეულების გამოსყიდვის პროცედურასა და პირობებს და სხვა; ²³² ასევე ყოველი ცვლილების შეტანა მის სადამფუძნებლო დოკუმენტში საჭიროებს საზედამხედველო ორგანოს თანხმობას და ის წინასწარ უნდა გამოქვეყნდეს საჯაროდ.²³³

საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, ავტორიზებულ საინვესტიციო ფონდს აქვს საჯარო შეთავაზების განხორციელების უფლება, რაც გულისხმობს 20-ზე მეტი გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორისთვის ან წინასწარ განუსაზღვრელი რაოდენობის პირებისთვის საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეთავაზებას, ²³⁴ ხოლო რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდს შეუძლია განახორციელოს მხოლოდ კერძო შეთავაზება. ²³⁵ კანონი ასევე ადგენს, რომ რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდს შეიძლება ჰყავდეს ერთდროულად არაუმეტეს 20 გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორი, 20-ზე მეტის ყოლის შემთხვევაში კი, ის ვალდებულია არაუგვიანეს 3 თვის გასვლისა გარდაიქმნას ავტორიზებულ საინვესტიციო ფონდად. ²³⁶ კანონის განმარტებითი ბარათის თანახმად, აღნიშნული ემსახურება საჯარო შეთავაზების წესებისგან თავის არიდების პრევენციას, მსგავსი შეზღუდვები კი მიზნად ისახავს გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორების დაცვას და იმის უზრუნველყოფას, რომ მათი მომსახურე საინვესტიციო ფონდი ექვემდებარებოდეს გამჭვირვალობისა და პრუდენციული რეგულირების მკაცრ მოთხოვნებს.²³⁷

თუმცა აღნიშნული გადაწყვეტა კრიტიკას იმსახურებს AIFM-ის დირექტივისა და მის საფუძველზე შემუშავებული გერმანული კანონმდებლობის ანალიზიდან გამომდინარე, რომლის თანახმად, იმ საინვესტიციო ფონდის აქტივების მმართველმა კომპანიამ, რომელიც არ აკმაყოფილებს ფონდის ერთეულების გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორებისადმი შეთავაზების წინაპირობებს, უნდა გაატაროს ქმედითი ღონისძიებები, რათა შეაფერხოს ერთეულების

²³² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-5 პუნქტი.

²³³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-6 პუნქტი.

²³⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-6 მუხლის მე-3 პუნქტის პირველი წინადადება, მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „ჩ“ ქვეპუნქტი.

²³⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-6 მუხლის მე-3 პუნქტის მე-2 წინადადება.

²³⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-6 მუხლის მე-4 პუნქტი.

²³⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის განმარტებითი ბარათი.

გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორებისთვის შეთავაზება.²³⁸ პრევენციული ღონისძიებები, რომლებიც აქტივების მმართველმა კომპანიამ უნდა გაატაროს, განისაზღვრება ცალკეულ შემთხვევაში გარემოებების შესაბამისად.²³⁹ მაგალითისთვის, ყველა ინფორმაციის წყარო, მათ შორის რეკლამა, რომელიც მიეწოდება ინვესტორს, უნდა შეიცავდეს თვალსაჩინო მითითებას, რომ ფონდი არ არის განკუთვნილი გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორებისათვის.²⁴⁰ ასევე შემუშავებულ უნდა იქნეს შიდა მექანიზმები, რათა ერთეულების შეთავაზების პროცესი გადამოწმდეს გარკვეული პერიოდულობით და განისაზღვროს წინაპირობები, რომლებიც ერთეულების შექმნას გახდის იმ გარემოებაზე დამოკიდებულს, რომ შემქმნი არ არის გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორი და სხვა.²⁴¹ ამდენად, კანონმდებლობის მიზანი უნდა იყოს, რომ არცერთმა გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორმა არ მიიღოს მონაწილეობა რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდში, სადაც მისი ინტერესები არ იქნება სათანადოდ დაცული, და განისაზღვროს შესაბამისი ნორმები აღნიშნულის მისაღწევად.

1.7.3. ევროკავშირის დირექტივებთან შესაბამისობის მიხედვით

ევროკავშირის დირექტივებთან შესაბამისობის თვალსაზრისით ერთმანეთისგან განასხვავებენ მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდს - UCITS-სა და ალტერნატიულ საინვესტიციო ფონდს - AIF-ს. წინამდებარე კვლევის საგანია ინვესტორის დაცვის ღონისძიებების ანალიზი ქართული კანონმდებლობის UCITS-ის დირექტივასთან დაახლოების შემდეგ, ამდენად, მნიშვნელოვანია საინვესტიციო ფონდის ამ ფორმის დეტალურად წარმოჩენა.

UCITS არის ღია საინვესტიციო ფონდის სამართლებრივად ვიწრო ტიპი, რომელსაც, როგორც მისი სახელწოდებიდან გამომდინარეობს, თავდაპირველად მხოლოდ ფასიან ქაღალდებში ინვესტირების უფლება ჰქონდა, მოგვიანებით კი ასევე

²³⁸ § 295 Abs. 1 S. 3 KAGB; Annex 3 subpara. g, Annex 4 subpara. h of the AIFM Directive 2011/61/EU.

²³⁹ *Keunecke/Schwack*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 295 Rn. 19.

²⁴⁰ *Wilhelmi*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 295 Rn. 14.

²⁴¹ *Paul*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 295 Rn. 22; *Wilhelmi*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 295 Rn. 15.

სხვა ლიკვიდურ ფინანსურ აქტივებშიც.²⁴² როგორც ღია საინვესტიციო ფონდს, როგორც წესი, მას შეუზღუდავად შეუძლია ახალი ერთეულების გამოცემა, ხოლო მის ინვესტორებს ფაქტობრივად ნებისმიერ დროს შეუძლიათ მოითხოვონ ფონდის მიერ თავიანთი ერთეულების გამოსყიდვა და მისი ფულად ქცევა (Open-end-Prinzip).²⁴³ UCITS განკუთვნილია ინვესტორთა ყველა წრისათვის,²⁴⁴ მათ შორის უპირატესად მორგებულია გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორთა წრის საჭიროებებს, რაც ფონდის მმართველობას განსაკუთრებული ზრუნვისა და საინვესტიციო ფონდის კაპიტალის რისკების დივერსიფიკაციის პრინციპზე დაყრდნობით ინვესტირების ვალდებულებას აკისრებს, თუმცა ე.წ. Master-feeder სტრუქტურითა და სხვა სპეციალური ფორმებით გამონაკლისებია დაშვებული.²⁴⁵ UCITS როგორც გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორებისთვის შეთავაზებული საინვესტიციო ფონდი, საჭიროებს ავტორიზაციას და შესაბამისად ექვემდებარება მკაცრ ზედამხედველობას საზედამხედველო ორგანოს მიერ.

ყველა საინვესტიციო ფონდი, რომელიც UCITS არ არის, არის AIF. ასე მაგ., გამომდინარე იქედან, რომ UCITS ღიაა გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორებისათვისაც, გაუთვითცნობიერებულ ინვესტორთა ყველა ფონდი წარმოადგენს AIF-ს. მას მიეკუთვნება ჰეჯ ფონდი (Hedgefonds), კერძო კაპიტალის ფონდი (Private Equite Fonds), ვენჩურული კაპიტალის ფონდი (Venture Capital Fonds), უძრავი ქონების ფონდი (Immobilienfonds) და სხვა.²⁴⁶

²⁴² Art. 1 para. 2 subpara. a of the UCITS Directive 2009/65/EC; *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 5.

²⁴³ Art. 1 para. 2 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC.

²⁴⁴ Art. 1 para. 2 subpara. a of the UCITS Directive 2009/65/EC – "... capital raised from the public ..."; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 55.

²⁴⁵ Art. 1 para. 2 subpara. a of the UCITS Directive 2009/65/EC; *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 5.

²⁴⁶ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 55.

2. ინვესტორის დაცვა

ინვესტორის დაცვის საჭიროება ეფუძნება ვარაუდს, რომ პოტენციური ინვესტორი საინვესტიციო პროდუქტის შემთავაზებლის წინაშე სუსტ, დაქვემდებარებულ მდგომარეობაში იმყოფება მათ შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის გამო.²⁴⁷ ამდენად, ინვესტორის დაცვის მიზანს, პირველ რიგში, ინვესტორის იმ მდგომარეობაში ჩაყენება წარმოადგენს, როცა მას შეუძლია აღიქვას და შეაფასოს ინვესტიციასთან დაკავშირებული თითოეული რისკი და საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებისას გააზრებულად იმოქმედოს.²⁴⁸

ინვესტორის დაცვის საკითხი განსაკუთრებით აქტუალური გახდა 2007-2008 წლების ფინანსური კრიზისის შემდეგ, რომელმაც მტკივნეულად აჩვენა, რომ ინვესტორთა ნდობას ფინანსური ბაზრების სტაბილურობასა და ფუნქციონირებისადმი დიდი მნიშვნელობა ენიჭება. დაკარგული ნდობის აღდგენა უფრო მეტი და ქმედითი რეგულაციებით იყო შესაძლებელი, ვინაიდან კრიზისი სწორედ მთელს მსოფლიოში არსებული ფინანსური ბაზრების დერეგულირების შეჯიბრის შედეგი იყო. დიდხანს გაბატონებული შეხედულება, თითქოსდა დერეგულირება ეკონომიკის განვითარების მთავარ კატალიზატორს წარმოადგენს, არასწორი აღმოჩნდა.²⁴⁹

მოქმედი სამართალი იცნობს ინვესტორის დაცვას მრავალფეროვანი კაპიტალისბაზრისსამართლებრივი, საკორპორაციოსამართლებრივი, ვალდებულებით- და სანივთოსამართლებრივი მექანიზმებით, სახელმწიფოებრივი და პარასახელმწიფოებრივი ინსტიტუციებით, საწარმოს ქცევის სტანდარტისა და არაკოდიფიცირებული ქცევის წესების მეშვეობით, როგორცაა, მაგალითად, ბანკების პრაქტიკა.²⁵⁰ ამ მრავალრიცხოვანი ნორმების საფუძველზე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ მართლწესრიგი ინვესტორს დაცვის საჭიროებისა და დაცვის ღირს სუბიექტად აღიარებს.²⁵¹

²⁴⁷ *Lischke*, Bultmann/Hoepner/Lischke (Hrsg.), *Anlegerschutzrecht*, § 1 Rn. 12; *Habersack*, Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig (Hrsg.), *Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft*, AGB in der Kreditwirtschaft, 3, 7.

²⁴⁸ *Horst*, *Kapitalanlegerschutz*, 1; *Meier*, *Anlegerschutz im schweizerischen Anlagefondsrecht*, 15.

²⁴⁹ *Koschyk*, *Koschyk/Leible/Schäfer* (Hrsg.), *Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte*, 18.

²⁵⁰ *Mertens*, *Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes?* 14.

²⁵¹ *Hopt*, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, 289.

ნაშრომის წინამდებარე თავი დაეთმო ინვესტორის დაცვის როგორც სამართლებრივი პრინციპის თეორიული ასპექტების განხილვას. წარმოდგენილი იქნება კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვისა და ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვის შინაარსი და მათი ურთიერთმიმართება. განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმო ინვესტორის დაცვის თეორიულ დასაბუთებას უშუალოდ საინვესტიციო ფონდში, კერძოდ, წარმოდგენილი იქნება ინვესტორის ის ინტერესები, რომლებზეც ორიენტირებული უნდა იყოს ინვესტორის ეფექტური დაცვა, ინტერესთა კონფლიქტები საინვესტიციო ფონდის მმართველობასა და ინვესტორებს შორის და რისკები, რომლებსაც ექვემდებარება ინვესტორი საინვესტიციო ფონდში როგორც სპეციალური სტრუქტურის მქონე ინსტიტუტში მონაწილეობით და რომელთაგან მის დაცვასაც არსებული კანონმდებლობა ისახავს მიზნად.

2.1. ინვესტორის დაცვის პრინციპი

სამართლებრივ დოქტრინაში დიდი ხნის წინ დაისვა საკითხი იმის თაობაზე, ინვესტორის დაცვა უნდა აღვიქვათ როგორც ზოგადი სამართლებრივი პრინციპი, თუ ცალკეული შემთხვევების არასისტემური მოწესრიგება.²⁵² ეს დისკუსია გერმანელმა მეცნიერმა Hopt-მა წამოიწყო, რომელმაც თავის ნაშრომებში განავითარა მოსაზრება, რომლის თანახმად, ინვესტორის დაცვა წარმოადგენს სოციალური სახელმწიფოს პრინციპზე დამყარებულ სპეციალურ დაცვის პრინციპს, რომელიც განსაზღვრული სოციალურად სუსტი ჯგუფის (ამ შემთხვევაში ინვესტორების) დაცვას ემსახურება.²⁵³ თუმცა ამ იდეის სოციალური სახელმწიფოს პრინციპზე დაყრდნობა გაკრიტიკებულ იქნა იმ მოსაზრებით, რომ ინვესტორის დაცვის საჭიროება, პირველ რიგში, ეკონომიკური ეფექტურობის იდეიდან გამომდინარეობს.²⁵⁴ ინვესტორის დაცვის სამართლებრივ პრინციპად²⁵⁵ აღიარება ნიშნავს იმას, რომ ის, სამართლის სხვა

²⁵² *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 17.

²⁵³ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 288, 345.

²⁵⁴ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 18.

²⁵⁵ აღსანიშნავია, რომ ინვესტორის დაცვის სამართლებრივ პრინციპად აღიარებას გამოუჩნდნენ მოწინააღმდეგეები, დაწვრილებით იხ. *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 18; *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 30.

პრინციპების მსგავსად, სამართლებრივი გადაწყვეტილებების დასაბუთებისას ან სამართლებრივი ნორმების მიღებისას არის ამოსავალი წერტილი და გადაწყვეტილების მიმღებს თუ კანონმდებელს მოქმედების ჩარჩოს განუსაზღვრავს.²⁵⁶

ინვესტორის დაცვა კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვასთან ერთად ევროპული კაპიტალის ბაზრის სამართლის ძირითად პრინციპსა და რეგულირების მიზანს წარმოადგენს.²⁵⁷ აღსანიშნავია, რომ ეს ორი პრინციპი მჭიდროდ არიან ერთმანეთთან დაკავშირებული და ერთმანეთს განაპირობებენ,²⁵⁸ კერძოდ, ინვესტორის სათანადო დაცვის უზრუნველყოფა ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზრისთვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია²⁵⁹ და პირიქით, ფუნქციაუნარიანი კაპიტალის ბაზარი ზრდის ინვესტორების ნდობას და მათ მზაობას, კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით განახორციელონ ინვესტიციები.²⁶⁰

განასხვავებენ ინვესტორის ინდივიდუალურ დაცვას, რაც ცალკეული ინვესტორის ინდივიდუალური ინტერესების დაცვას გულისხმობს (Individualschutz), და ინვესტორთა ინსტიტუციურ დაცვას, რაშიც ყველა ინვესტორის, ინვესტორთა პუბლიკის, „ზეინდივიდუალური“ დაცვა მოიაზრება (Überindividueller Anlegerschutz).²⁶¹ ინვესტორთა ზეინდივიდუალური დაცვა ამავდროულად კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვის მნიშვნელოვან ასპექტად განიხილება, პრაქტიკაში მათი ერთმანეთისგან განცალკევება ხშირ შემთხვევაში რთულია.²⁶² კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობისადმი არსებობს საჯარო ინტერესი, რაც იმ შემთხვევაში მიიღწევა, თუ ინვესტორთა პუბლიკას მისი სიძლიერისა და სტაბილურობისადმი ნდობა ექნება.²⁶³ ნდობის დაკარგვის

²⁵⁶ *Weinberger*, Norm und Institution, 96.

²⁵⁷ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 6; *Veil*, Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 3. *Merkt*, Unternehmenspublizität, 296; *Bumke*, Hopt/Veil/Kämmerer (Hrsg.), Kapitalmarktgesetzgebung im europäischen Binnenmarkt, 118.

²⁵⁸ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 51, 336; *Merkt*, Unternehmenspublizität, 301 f.

²⁵⁹ *Koch*, Konzeptionelle Grundlagen der Diskussion über Kapitalanlegerschutz unter besonderer Berücksichtigung des Nebenkapitalmarktes, 1, 12ff.

²⁶⁰ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 52.

²⁶¹ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 51. *Meier*, Anlegerschutz im schweizerischen Anlagefondsrecht, 6; *Seiler/Geier*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 83 Rn. 72; *Oulds*, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.141; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 12.

²⁶² *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, 20; *Seiler/Geier*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 83 Rn. 72.

²⁶³ *Oulds*, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.141; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 12.

შემთხვევაში ინვესტორები კაპიტალის ბაზარს აღარ მიმართავენ, რის შედეგადაც ბაზარი საჭირო ლიკვიდობას დაკარგავს.²⁶⁴ კაპიტალის ბაზრის მარეგულირებელი ნორმების უმეტესობა, მაგალითად, ინფორმაციის გასაჯაროების ვალდებულებები და ბაზრის ზედამხედველობის წესები ემსახურება როგორც ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვას, ასევე ინვესტორთა პუბლიკის დაცვას.²⁶⁵

ქვემოთ განხილულია კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვა და ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა.

2.1.1. კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვა

კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვა ემსახურება ეფექტური, საერთაშორისო დონეზე კონკურენტუნარიანი და ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზრების არსებობის საჯარო ინტერესის დაცვას და შესაბამისად, მიზნად ისახავს კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებული დაწესებულებების ეფექტური ფუნქციონირების უზრუნველყოფას.²⁶⁶ ამასთან საჯარო ინტერესში კერძო პირების ინტერესების ერთობლიობასთან ერთად, სახელმწიფოს ინტერესიც მოიაზრება, ვინაიდან დასავლეთის განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკა კაპიტალის ბაზრების ეფექტურ ფუნქციონირებაზე მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული.²⁶⁷ კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობა განიხილება მისი შემადგენელი შემდეგი სამი ასპექტის გათვალისწინებით: ინსტიტუციური, ოპერატიული და ალოკაციური უნქციაუნარიანობა.

ინსტიტუციურ ფუნქციაუნარიანობას უზრუნველყოფს ბაზრის შემადგენელი სეგმენტების ქმედითი ფუნქციონირებისთვის საჭირო საბაზისო წინაპირობების, განსაკუთრებით ეფექტური ფასწარმოქმნის მექანიზმის შექმნა.²⁶⁸ აუცილებელია, რომ

²⁶⁴ *Oulds, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.141.*

²⁶⁵ *Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 12.*

²⁶⁶ *Seiler/Geier, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 83 Rn. 73; Bartsch, Effektives Kapitalmarktrecht, 20; Donalies, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 14; Oulds, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.143.*

²⁶⁷ *Seiler/Geier, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 83 Rn. 73; Oulds, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.143.*

²⁶⁸ *Oulds, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.148.*

ბაზარზე ემიტენტებისა თუ ინვესტორების შეძლებისამებრ შეუფერხებელი წვდომა იყოს უზრუნველყოფილი.²⁶⁹

ოპერატიული ფუნქციაუნარიანობის მიზანია კაპიტალის ბაზარზე განხორციელებული ტრანზაქციების ხარჯების მაქსიმალურად შემცირება, ვინაიდან ისინი ინვესტიციით მისაღებ მოგებას ამცირებენ.²⁷⁰ პირველ რიგში, ემიტენტის ხარჯები (საფონდო ბირჟაზე დაშვება და პროდუქტების განთავსება, ემისიის პროსპექტის და შემდგომში ინფორმაციის გამოქვეყნების ვალდებულებები) შეძლებისამებრ უნდა შემცირდეს.²⁷¹ ბაზრის ოპერატიული ფუნქციაუნარიანობა დამოკიდებულია ასევე კაპიტალის ინვესტირებისას წარმოშობილ ინვესტორის ხარჯებზე,²⁷² რამაც შესაძლოა ნეგატიური გავლენა იქონიოს მის საინვესტიციო გადაწყვეტილებაზე.²⁷³

და ბოლოს ალოკაციური ფუნქციაუნარიანობა ემსახურება იმის მიღწევას, რომ ინვესტორებისგან მოზიდული კაპიტალი იქითკენ იქნეს მიმართული, სადაც მისი სასწრაფო საჭიროება არსებობს და ამასთანავე, ინვესტიციის საკმარისი დაცულობის ფონზე მაღალი მოგება არის მოსალოდნელი.²⁷⁴

ეს სამი ასპექტი ერთმანეთს განაპირობებს, სამივე ერთად კი ხელს უწყობს ინვესტორის ნდობის ზრდას კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობისა და სიძლიერისადმი.²⁷⁵

²⁶⁹ *Rosa*, Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds, 42 f.; *Veil*, Veil (Hrsg), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 4. *Seiler/Geier*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 83 Rn. 76; *Oulds*, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.148.

²⁷⁰ *Oulds*, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.163.

²⁷¹ *Oulds*, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.164.

²⁷² დაწვრილებით იხ. *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 56.

²⁷³ *Rosa*, Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds, 42 f.; *Veil*, Veil (Hrsg), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 5; *Seiler/Geier*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 83 Rn. 75; *Oulds*, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.166.

²⁷⁴ *Rosa*, Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds, 42 f.; *Veil*, Veil (Hrsg), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 6. *Seiler/Geier*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 83 Rn. 74.

²⁷⁵ *Zimmer*, Internationales Gesellschaftsrecht, 43.

2.1.2. ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა

ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა გულისხმობს ცალკეული ინვესტორისთვის სუბიექტური უფლების მინიჭებას, მოითხოვოს კაპიტალის ბაზრის სხვა მონაწილეთა მიერ კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმების ბრალეული დარღვევით მიყენებული ზიანის ანაზღაურება.²⁷⁶ შესაბამისად, ინვესტორებს აქვთ საშუალება სამოქალაქოსამართლებრივი შინაარსის მქონე მოთხოვნების განხორციელებით აღიდგინონ დარღვეული ინდივიდუალური ინტერესები. ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის საფუძველი შეიძლება იყოს მაგ., ემისიის პროსპექტთან დაკავშირებული ვალდებულებების დარღვევა,²⁷⁷ შეცდომაში შემყვანი საინვესტიციო რჩევის მიცემა და სხვა.²⁷⁸

ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა და კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვა მჭიდრო კავშირშია და განაპირობებს ერთმანეთს: ინვესტორის ქმედითი ინდივიდუალური დაცვით იზრდება მისი ნდობა და მზაობა კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით ფინანსების ინვესტირებასთან დაკავშირებით.²⁷⁹ ამავდროულად, კაპიტალის ბაზრის სუბიექტებზე ადმინისტრაციულ სანქციებთან ერთად სამოქალაქოსამართლებრივი სანქციების დაკისრების საშიშროება ნორმის დარღვევის პრევენციულ ფუნქციას ასრულებს; ამ თვალსაზრისით, ინვესტორისთვის ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლების მინიჭება მის ინდივიდუალურ დაცვასთან ერთად, უპირველეს ყოვლისა, კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმების აღსრულებას და შესაბამისად, კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვას ემსახურება.²⁸⁰

²⁷⁶ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 13; *Uhlmann*, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, 349; *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, 20 f.

²⁷⁷ ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის შემთხვევაში ინვესტორის ინდივიდუალურ დაცვასთან დაკავშირებით დაწვრილებით იხ. *ხავთასი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58-77.

²⁷⁸ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 13 ff.

²⁷⁹ *Reich/Micklitz*, Verbraucherschutz in der Bundesrepublik Deutschland, 182 f.

²⁸⁰ *Uhlmann*, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, 349; *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, 21; *Mülbert*, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, ZHR 177/2013, 160, 172; *ხავთასი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58, 59.

2.2. ინვესტორის ინტერესები და რისკები საინვესტიციო ფონდში

2.2.1. ინვესტორის ინტერესები

ინვესტორის ინტერესები შემდეგნაირად შეიძლება წარმოვიდგინოთ: ინვესტიცია მას უნდა სთავაზობდეს უსაფრთხოებას ფინანსური დანაკარგების თვალსაზრისით - ინვესტიციის ღირებულების შენარჩუნების ინტერესი (Werterhaltungsinteresse), ინვესტიციამ უნდა უზრუნველყოს განგრძობადი, შეძლებისამებრ მაღალი მოგების მიღება - მოგების მაქსიმიზაციის ინტერესი (Ertragsmaximierungsinteresse) და ის უნდა იყოს ლიკვიდური - ლიკვიდობის ინტერესი (Liquiditätsinteresse).²⁸¹ ინვესტიციის მამოძრავებელი ამ სამი ძირითადი მოტივის გარდა, König-ს დამატებით წარმოდგენილი აქვს დანახარჯების მინიმიზაციისა (Aufwandsminimierungsinteresse) და რისკების მინიმიზაციის (Risikominimierungsinteresse) ინტერესები.²⁸² ეს ინტერესები ერთმანეთისგან იზოლირებულნი არ არიან, არამედ ისინი ერთმანეთზე ზემოქმედებენ და ერთმანეთს განაპირობებენ.²⁸³

ქვემოთ ინვესტორის თითოეული ინტერესის განხილვისას წარმოდგენილი იქნება ასევე საინვესტიციო ფონდის მმართველობის იგივე აქტივების მმართველი კომპანიის ინტერესები და შესაძლო ინტერესთა კონფლიქტები მათ შორის. რისკების მინიმიზაციის ინტერესი მოცულია მომდევნო თავით, რომელიც ინვესტორის რისკების დეტალურ განხილვას ეძღვნება.

2.2.1.1. ინვესტიციის ღირებულების შენარჩუნების ინტერესი

ინვესტიციის ღირებულების შენარჩუნების ინტერესის ქვეშ მოიაზრება ინვესტორის მიზანი, თავიდან აირიდოს ფინანსური დანაკარგები, რომლებმაც მისი ინვესტიციის ღირებულება შეიძლება შეამციროს.²⁸⁴ ამ ინტერესის დაცვის ძირითადი გარანტი არის საინვესტიციო პორტფელის გამოცდილი და შესაბამისი უნარების

²⁸¹ *Adami*, Grundlagen der Geschäftspolitik amerikanischer Mutual Funds, 78.

²⁸² *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 27.

²⁸³ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 36 f.

²⁸⁴ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 54.

მქონე მმართველი.²⁸⁵ მნიშვნელოვანია, რომ ინვესტორს თავადაც ჰქონდეს მმართველზე ზეგავლენის მოხდენის შესაძლებლობა კონტროლის მეშვეობით, რისთვისაც ის პერიოდულად რელევანტური ინფორმაციის მიღებას საჭიროებს.²⁸⁶

მოცემულ ინტერესთან მიმართებით სავარაუდოა ფონდის მმართველობას - აქტივების მმართველ კომპანიასა და ინვესტორს შორის ინტერესთა კონფლიქტის არსებობა. აღნიშნული აიხსნება იმით, რომ აქტივების მმართველი კომპანიის ძირითად მიზანს და ინტერესს წარმოადგენს ფონდის ქონების მოცულობის მაქსიმალურად ზრდა, რათა შედეგად კონკურენტებთან შედარებით ბაზრის მეტი წილი დაიკავოს და მისი გავლენა გაზარდოს; შესაბამისად, ის ხშირად მზად არის გასწიოს მაღალი რისკი, რათა უკეთეს პერფორმანს მიაღწიოს.²⁸⁷ თუმცა, მაღალი რისკის გაწევამ შესაძლოა მნიშვნელოვანი დანაკარგები გამოიწვიოს²⁸⁸ და შედეგად უარყოფითი გავლენა იქონიოს ინვესტორის ინვესტიციის ღირებულების შენარჩუნების ინტერესზე.²⁸⁹

2.2.1.2. ლიკვიდობის ინტერესი

ლიკვიდობის ინტერესი გულისხმობს ინვესტორის შესაძლებლობას, ნებისმიერ დროს უკან დაიბრუნოს კაპიტალდაბანდება და მიმართოს ის სხვა ინვესტიციის განსახორციელებლად.²⁹⁰ ამდენად, საინვესტიციო ფონდის ერთეულის მფლობელს აქვს ინტერესი, რომ მუდმივად შეეძლოს ფონდში ინვესტირებული თანხის დანაკარგის გარეშე უკან დაბრუნება მისი გასხვისების ან საინვესტიციო ფონდისთვის უკან დაბრუნების მეშვეობით, რათა შემდეგ ახალი გადაწყვეტილება მიიღოს მის

²⁸⁵ *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 10.

²⁸⁶ *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 10.

²⁸⁷ *Jung*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 561 f.

²⁸⁸ რისკისა და მოგების თანაფარდობასთან დაკავშირებით დაწვრილებით იხ. წინამდებარე დისერტაციის თავი 2.2.1.3.

²⁸⁹ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 58 f.

²⁹⁰ *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 11; *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 48 f.; *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 76. "When we buy into a corporation we buy management. If we don't like management, we sell" - *Immenga*, Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und institutionelle Anleger, 28.

ინვესტირებასთან დაკავშირებით.²⁹¹ აღსანიშნავია, რომ ინვესტორებს, როგორც წესი, აქვთ თავიანთი ერთეულების აქტუალურ ფასად გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლება საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან და შესაბამისად, მათი ფულად ქცევის საშუალება. ²⁹² ფონდის მმართველობა მზად არის ფონდის ერთეულები დაუყოვნებლივ გამოსყიდოს, რადგან ყოველი დაყოვნება ფონდისადმი ინვესტორების ნდობის დაკარგვის საფუძველი შეიძლება გახდეს.²⁹³

განსხვავებით ცალკეული ინვესტორის ინტერესისაგან, საინვესტიციო ფონდის ინტერესებშია, რომ ინვესტორები თავიანთ ერთეულებს შეძლებისამებრ დიდხანს შეინარჩუნებენ და ფონდის აქტივებიდან მის გამოსყიდვას არ მოითხოვენ.²⁹⁴ როგორც უკვე აღინიშნა, ფონდის მმართველობის ძირითად მიზანს და ინტერესს ფონდის ქონების მოცულობის მაქსიმალურად ზრდა წარმოადგენს, რათა ბაზარზე მისი გავლენა გაზარდოს.²⁹⁵ ამდენად, ინვესტორის და აქტივების მმართველი კომპანიის ინტერესები ამ კომპონენტში ერთმანეთს ეწინააღმდეგება.²⁹⁶

2.2.1.3. მოგების მაქსიმიზაციის ინტერესი

ინვესტიციის განხორციელებისას ინვესტორის მთავარ მიზანს წარმოადგენს მისი ქონების ზრდა მაქსიმალური მოგების მიღებით. ამასთან უმნიშვნელოა, მიღებული მოგება ინვესტორებზე განაწილდება თუ მისი რეინვესტირება მოხდება საწარმოს გაძლიერების მიზნით. ²⁹⁷ მისაღები მოგების ოდენობის წინასწარ განსაზღვრა შეუძლებელია, ვინაიდან ის დაკავშირებულია სამომავლო მოვლენების

²⁹¹ *Thiel*, der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht, 185; *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 36.

²⁹² *Penzkofer*, Marketingprobleme im Investmentwesen, 39. მათგან გამონაკლისია დახურული საინვესტიციო ფონდები და ფონდები, რომლებიც თავიანთ ინვესტორებთან საწინააღმდეგოზე შეთანხმდებიან [*Poschadel*, Rentabilität und Risiko als Kriterien für die Bewertung der Managementleistung deutscher Investmentgesellschaften, 31].

²⁹³ *Poschadel*, Rentabilität und Risiko als Kriterien für die Bewertung der Managementleistung deutscher Investmentgesellschaften, 32.

²⁹⁴ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 58.

²⁹⁵ *Jung*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 561 f.

²⁹⁶ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 58.

²⁹⁷ *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 11; *Penzkofer*, Marketingprobleme im Investmentwesen, 38; *Päsler*, Handbuch des Investmentsparens, 47; *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 51.

განვითარების შესახებ მოლოდინებთან ანუ რისკებთან.²⁹⁸ რაც უფრო მაღალია ინვესტირების შედეგად მოსალოდნელი მოგება, მით უფრო მაღალია რისკი იმისა, რომ მოგება გარკვეულ პერიოდებში, რომლის ზუსტი თარიღის და სიხშირის წინასწარ ცოდნა შეუძლებელია, არ იქნება მიღებული და ფინანსური ზარალი წარმოიშობა.²⁹⁹ პირიქით შეიძლება ითქვას, რომ იქ სადაც მცირე რისკია მოსალოდნელი, მაღალი მოგების მოლოდინიც არ არსებობს.³⁰⁰

საინვესტიციო პორტფელის შექმნა ეფუძნება კაპიტალის აქტივების შეფასების მოდელს (Capital-Asset-Pricing-Model - CAPM), რომელიც რისკსა და მოგებას შორის ურთიერთდამოკიდებულებას აღწერს.³⁰¹ ამ მოდელის თანახმად, ყველა შესაძლო ალტერნატივიდან, პორტფელის შემადგენელი ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვაგვარი შეფასების საფუძველზე შერჩეულ უნდა იქნეს საინვესტიციო პორტფელი, რომლითაც იდენტური რისკის პირობებში მაქსიმალური მოგების მიღებაა მოსალოდნელი სხვა პორტფელებთან შედარებით, ან უფრო ნაკლები რისკით - იმავე ოდენობის მოგების მიღება, რაც სხვა პორტფელებითაა გათვალისწინებული.³⁰² შესაბამისად, მოგების მაქსიმიზაციის ინტერესის ქვეშ არ უნდა გავიგოთ აუცილებლად, რომ ინვესტორის მიზანი აბსოლუტური, მაქსიმალური მოგების მიღებაა, არამედ ოპტიმალური მოგების მიღება მეტად შეესაბამება მის წარმოდგენებს.³⁰³ კონკრეტული ინვესტორისთვის „ოპტიმალური“ მდგომარეობა მიიღწევა, როცა რისკსა და მოგებასთან მიმართებით მისი სურვილისა და წარმოდგენების შესაბამისი, ეფექტური პორტფელი შეიქმნება.³⁰⁴

²⁹⁸ *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 68; *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 34.

²⁹⁹ *Kommer*, Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs, 53; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 356.

³⁰⁰ *Kommer*, Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs, 53; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 356. *König*-ის თანახმად შეიძლება პლაკატურად ითქვას: მაღალი მოგება - მაღალი რისკი, დაბალი მოგება - დაბალი რისკი (Hohe Rendite – hohes Risiko // Niedrige Rendite – niedriges Risiko) [*König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 34].

³⁰¹ იხ. *ლატარია*, სოციალური ეკონომიკა - XXI საუკუნის აქტუალური პრობლემები, 4/2012, 101, 105. *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 354-361; *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 76 ff.

³⁰² *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 35; *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 52; *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 68 ff.

³⁰³ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 35.

³⁰⁴ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 35.

მოგების მაქსიმიზაცია წარმოადგენს ასევე ფონდის მმართველობის მიზანს. მისი ინტერესია ფონდის კაპიტალის მაქსიმალურად გაზრდა, რათა აღნიშნულის პროპორციულად მისი ანაზღაურებაც გაიზარდოს. მაღალი მოგების მიღების მიზნით, ფონდის მმართველობა ხშირ შემთხვევაში მზად არის შესაბამისად მაღალი რისკი გასწიოს, რათა უკეთეს პერფორმანს მიაღწიოს და თავისი საბაზრო წილი გაზარდოს.³⁰⁵ თუმცა, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, მაღალმა რისკმა შესაძლოა მნიშვნელოვანი დანაკარგები გამოიწვიოს. ამდენად, ინვესტორებთან და აქტივების მმართველ კომპანიასთან მოგების მაქსიმიზაციის ინტერესი განსხვავებულადაა გამოხატული, რაც მათ შორის ინტერესთა კონფლიქტს წარმოქმნის.³⁰⁶

ამ კომპონენტში ინტერესთა კონფლიქტი შეიძლება წარმოიშვას ასევე ინვესტორსა და საინვესტიციო ფონდის სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის, თუ ამ უკანასკნელის ანაზღაურების სტრუქტურა დამოკიდებულია საინვესტიციო ფონდის კაპიტალის მოცულობაზე. შესაბამისად, აქტივების მმართველი კომპანიის ანალოგიურად, ის დაინტერესებული იქნება ხელი შეუწყოს საინვესტიციო ფონდის მოცულობის მაქსიმალურად ზრდას.³⁰⁷

2.2.1.4. დანახარჯების მინიმიზაციის ინტერესი

საინვესტიციო ფონდისთვის დამახასიათებელია შემდეგი სამი სახის ხარჯი: ფონდის მმართველობასთან დაკავშირებული ხარჯები, ფონდის აქტივების შენახვასთან დაკავშირებული ხარჯები და გადასახადები.³⁰⁸ დანახარჯების შეფასებისას მნიშვნელოვანია საინვესტიციო ფონდის შედარება სხვა ალტერნატიულ საინვესტიციო ფორმებთან, მაგ., მსხვილ, ინსტიტუციურ ინვესტორს აქვს შესაძლებლობა, ლიკვიდური აქტივების მართვა საკუთარ სტრუქტურულ დანაყოფებს მიანდოს და შესაბამისად, საინვესტიციო ფონდის მმართველობის ხარჯი აირიდოს.³⁰⁹ თუმცა მცირე ინვესტორის მიერ საინვესტიციო აქტივების მართვა იმთავითვე არაგონივრულად მიიჩნევა, რადგან ერთი მხრივ, მას არ გააჩნია

³⁰⁵ *Jung*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 561 f.

³⁰⁶ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 58.

³⁰⁷ *Dreibus*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 70 Rn. 6; *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 47.

³⁰⁸ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 35 f.

³⁰⁹ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 35.

შესაბამისი დარგობრივი ცოდნა და დრო, რათა საჭირო ინფორმაცია მოიძიოს, დაამუშავოს, გონივრული საინვესტიციო გადაწყვეტილება მიიღოს და განხორციელებული ინვესტიცია შემდგომში მუდმივად აკონტროლოს,³¹⁰ მეორე მხრივ, აღნიშნული დიდ ხარჯებთანაა დაკავშირებული და მისთვის ეკონომიკურად არახელსაყრელია.³¹¹

ამდენად, ინვესტორის დანახარჯების შემცირების ინტერესი მიმართულია იქითკენ, რომ ფონდის მმართველობასთან, ფონდის აქტივების შენახვასთან და გადასახადებთან დაკავშირებული ხარჯები მის მიერ მისაღები მოგების შემდგომად მცირე ნაწილს შეადგენდეს.

ამ შემთხვევაში საინვესტიციო ფონდის მონაწილეებს შორის ინტერესთა კონფლიქტი ნაკლებად წარმოიქმნება. მართალია, აქტივების მმართველ კომპანიას აქვს იმის ინტერესი, რომ ინვესტორების მხრიდან მეტი ანაზღაურება მიიღოს, მაგრამ მისთვის ზემოთ აღწერილი მოგების მაქსიმიზაციის ინტერესი ანუ ფონდის კაპიტალის გაზრდის შესაძლებლობა მეტად პრიორიტეტულია. მაღალი ანაზღაურების მოთხოვნა კი გამოიწვევს ინვესტიციების შემცირებას და შედეგად უარყოფითი გავლენა ექნება ფონდის კაპიტალის მოცულობაზე.³¹²

2.2.2. ინვესტორის რისკები

რისკი გულისხმობს საშიშროებას, რომ მოსალოდნელი და ფაქტობრივად დამდგარი შედეგები ერთმანეთისგან განსხვავებული იქნება ნეგატიური შინაარსით, შესაბამისად, კონკრეტულ ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკების განსაზღვრის მასშტაბს, პირველ რიგში, მასთან დაკავშირებული მოლოდინები წარმოადგენს.³¹³ იდეალურ შემთხვევაში პირი, რომელიც საინვესტიციო გადაწყვეტილებას იღებს, ფლობს ამომწურავ ინფორმაციას და მისი მოლოდინები მაღალი სანდოობით გამართლდება, თუმცა აღნიშნული არ ნიშნავს, რომ ეს მართლაც ასე მოხდება, რადგან

³¹⁰ *Barocka*, Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, 39.

³¹¹ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 35.

³¹² *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 58.

³¹³ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 28 f.

სამომავლო მოვლენების განვითარების წინასწარ სრულად გათვალისწინება შეუძლებელია.³¹⁴

საინვესტიციო ფონდების არსებობის განმავლობაში არაერთი შემთხვევა გამოიკვეთა, რომელმაც ინვესტორის ინტერესები დააზიანა. ასეთი იყო, მაგ., ფონდის მმართველობის მიერ ფონდის ქონების თავის სასარგებლოდ გამოყენება მისი აფილირებული საწარმოებისათვის გადაცემის გზით, ფონდის ერთეულების გამოსყიდვის შეჩერება და ამით ფონდის ლიკვიდობის დაქვეითება, მაღალი საკომისიოების დაკისრება ინვესტორებისათვის, არასაკმარისი საჯაროობა, მაღალსპეკულაციური საინვესტიციო პოლიტიკა მაღალი დანაკარგების რისკით, შესაბამისი უნარების არმქონე მმართველობა და სხვა არაერთი შემთხვევა გახდა საფუძველი იმისა, რომ მათგან წარმოშობილი რისკების დაზღვევის მიზნით კანონმდებელს შესაბამისი რეგულაციები შეემუშავებინა.³¹⁵

ქვემოთ მიმოხილული იქნება საინვესტიციო ფონდის ინვესტორისთვის რელევანტური რისკები, რომლებიც Hopt-ის მიერ შემუშავებულ კატეგორიზაციას ეყრდნობა, ესენია: ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკი (Risiko der Substanzerhaltung); მმართველობის რისკი (Verwaltungsrisiko); ინვესტორის ინტერესების წარმოდგენის რისკი (Interessenvertretungsrisiko); ინფორმაციის რისკი (Informationsrisiko); საინვესტიციო პირობების რისკი (Konditionenrisiko).³¹⁶

მცირედად განსხვავებულ სისტემატიზაციას ვხვდებით Thiel-თან³¹⁷, რომელმაც ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურებისა და ინვესტორის ინტერესების წარმოდგენის რისკი მმართველობის რისკის ქვეშ გააერთიანა, დამატებით კი ლიკვიდობის რისკი (Liquiditätsrisiko) წარმოადგინა, რომელიც ასევე იქნება ქვემოთ განხილული.

ანგლო-ამერიკულ სივრცეში ვხვდებით ინვესტორის რისკების განსხვავებულ კატეგორიზაციას, კერძოდ, ერთმანეთისგან განასხვავებენ: რისკს, რომელიც ინვესტორის მოტყუებიდან, შეცდომაში შეყვანიდან ან მისთვის წინასწარ განზრახვით არსებითი ინფორმაციის მიუწოდებლობისგან გამომდინარეობს (bad faith risk); რისკს,

³¹⁴ *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 21; *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 30.

³¹⁵ *Köster*, Der Schutz der Kapitalanleger im deutschen und nordamerikanischen Wertpapier-Investmentrecht, 12 f.

³¹⁶ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 82 ff.

³¹⁷ *Thiel*, der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht, 14 ff.

რომელიც სათანადო უნარების არმქონე მენეჯმენტის ან კაპიტალის სიმწირის გამო საწარმოს გაკოტრებიდან გამომდინარეობს (prudential risk); და რისკს, რომელსაც ინვესტორები მათთვის გაუგებარი ან მათი ინტერესებისათვის შეუსაბამო ინვესტიციის განხორციელებისას ექვემდებარებიან (complexity or unsuitability risk).³¹⁸ ამასთან მიიჩნევა, რომ ინვესტორის ეკონომიკური რისკი (performance risk), რაც ინვესტიციის განხორციელებით მოსალოდნელი მოგების მიუღებლობას გულისხმობს, ინვესტიციის მუდმივად თანმდევ რისკს, მის შემადგენელ ფაქტორს წარმოადგენს და საკანონმდებლო რეგულირებებით მისი შემცირება შეუძლებელია.³¹⁹ როგორც უკვე აღინიშნა, არ არსებობს მოგება რისკის გაწვევის გარეშე.

მნიშვნელოვანია გავითვალისწინოთ, რომ ქვემოთ ჩამოთვლილი რისკები ერთმანეთთან კავშირში უნდა განვიხილოთ, რადგან ზოგ შემთხვევაში ისინი ერთმანეთში იკვეთებიან ან/და ერთი მეორისგან გამომდინარეობს.³²⁰ ამასთან, მათი დიფერენცირება შეიძლება როგორც (1) საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებასთან დაკავშირებული რისკების (Entscheidungsrisiken), რომელსაც მიეკუთვნება ინფორმაციისა და საინვესტიციო პირობების რისკები, და (2) ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკების (Anlagerisiken), რომელიც მიემართება საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების შემდეგ პერიოდს და მას მიეკუთვნება ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების, მმართველობის, ინვესტორის ინტერესების წარმოდგენისა და ლიკვიდობის რისკები.³²¹

2.2.2.1. ინფორმაციის რისკი

ყველაზე დიდი რისკი, რაც ინვესტორს ფინანსურ ბაზარზე შესვლისას ემუქრება, არის ინფორმაციის მიღებასთან დაკავშირებული რისკი, ანუ საშიშროება, რომ მას მნიშვნელოვანი ინფორმაცია, რომელიც აუცილებელია მისი ინვესტიციის

³¹⁸ *Fleischer/Merkt*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? 33; *Ojo*, The growing importance of risk in financial regulation, MPRA Paper No. 19117, 11.

³¹⁹ *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, 14.

³²⁰ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 32.

³²¹ *Ekkenga*, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, 26 f.

შესაფასებლად, საერთოდ არ ან არასაკმარისი ოდენობით მიეწოდება.³²² შედეგად მას არ შეუძლია ინვესტიციასთან დაკავშირებული რეალურად არსებული რისკების შესაბამისი, ოპტიმალური გადაწყვეტილების მიღება. ³²³ საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებისათვის აუცილებელია სრულყოფილი ინფორმაციის ფლობა როგორც ალტერნატიული საინვესტიციო პროდუქტების შესახებ, ასევე საინვესტიციო პირობებისა³²⁴ და რისკების შესახებ.³²⁵

საინვესტიციო პროდუქტის ემიტენტი/შემთავაზებელი ფლობს ინფორმაციას, რომელიც ინვესტორს საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად სჭირდება, მაშინ როცა ინვესტორმა უნდა განახორციელოს გარკვეული ქმედებები ამ ინფორმაციის მოსაპოვებლად, შესაბამისად, ემიტენტსა/შემთავაზებელსა და ინვესტორს შორის არსებობს ინფორმაციული ასიმეტრია.³²⁶ გარდა ამისა, ხშირ შემთხვევაში ინვესტორს არ გააჩნია საკმარისი ცოდნა და რესურსები ინფორმაციის დასამუშავებლად და გასააზრებლად. ინფორმაციული ასიმეტრიის მაქსიმალურად შესამცირებლად ინვესტორს შეუძლია გამოიყენოს მესამე პირის, მაგ., საინვესტიციო ფონდის როგორც კაპიტალის ბაზრის შუამავლის მომსახურება, რომელიც პროფესიონალი მმართველების მეშვეობით მოიძიებს და ამუშავებს კონკრეტული საინვესტიციო პროდუქტის შეძენის შესახებ გადაწყვეტილების მისაღებად საჭირო ინფორმაციას.³²⁷ თუმცა აღნიშნული თავის მხრივ წარმოშობს ინფორმაციის რისკს უშუალოდ საინვესტიციო ფონდთან არსებულ ურთიერთობაში, რაც ასევე საინვესტიციო ფონდსა და ინვესტორს შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის არსებობით აიხსნება.³²⁸ ამდენად, ინვესტორი დაინტერესებულია როგორც საინვესტიციო ფონდის მეშვეობით, ასევე საინვესტიციო ფონდის შესახებ ინფორმაციის მოძიებით.³²⁹

საინვესტიციო ფონდში ინფორმაციული ასიმეტრიით გამოწვეული რისკები შეიძლება ორი მიმართულებით განვითარდეს: (1) ფონდის მმართველობას არ გააჩნია ინფორმაცია ინვესტორის რისკსა და მოგებასთან დაკავშირებული მოლოდინების

³²² *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, 14; *Horst*, Kapitalanlegerschutz, 214.

³²³ *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, 14.

³²⁴ *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 10.

³²⁵ *Assmann*, ZBB 2/1989, 49, 59; *Möllers*, ZGR 3/1997, 334, 338.

³²⁶ *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 75.

³²⁷ *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 23.

³²⁸ *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 23; *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 78.

³²⁹ *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 78.

შესახებ და შედეგად, მას ისეთ პროდუქტს (ერთეულს) სთავაზობს, რომელიც ამ უკანასკნელის ინტერესებს არ შეესაბამება; შედეგად შესაძლოა დაზიანდეს ინვესტორის რისკების შემცირებისა და მოგების მაქსიმიზაციის ინტერესები; (2) ფონდის მმართველობა გამიზნულად სთავაზობს ინვესტორს პროდუქტს, რომელიც მის ინტერესებს არ შეესაბამება, რათა მან ინვესტიციიდან უპირატესად მხოლოდ საკუთარი ინტერესები დაიკმაყოფილოს.³³⁰ ინფორმაციის რისკის დამატებით ამწვავებს ის გარემოება, რომ ინვესტორს ინფორმაციის ნაკლებობასთან ერთად ხშირ შემთხვევაში არ გააჩნია შესაბამისი დარგობრივი ცოდნა, რათა შეაფასოს ფონდში განხორციელებულ ინვესტიციასთან დაკავშირებული მოლოდინები.³³¹ ამდენად, ფონდის მმართველობას ინფორმაციული უპირატესობის გამოყენებით შეუძლია მასსა და ინვესტორს შორის არსებული ინტერესთა კონფლიქტს თავის სასარგებლოდ გადაწყვეტა.

ინფორმაციის რისკი მიეკუთვნება საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებასთან დაკავშირებულ რისკს, თუმცა გამომდინარე იქედან, რომ ინვესტორსა და საინვესტიციო ფონდს შორის გრძელვადიანი ურთიერთობა წარმოიშობა, ის ინვესტიციის განხორციელების შემდეგაც რელევანტურია.³³² ინვესტორები საჭიროებენ ინფორმაციის მუდმივ რეჟიმში მიღებას, ერთი მხრივ, ინვესტიციის პროგრესის შესახებ საქმის კურსში ყოფნის მიზნით და მეორე მხრივ, ფონდში უწყესრიგობის აღმოჩენის მიზნით, რათა მათ შეეძლოთ აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლი და საჭიროების შემთხვევაში, ერთეულების გამოსყიდვის შესახებ გადაწყვეტილების დროულად მიღება.³³³ აქვე აღსანიშნავია, რომ ინფორმაციის რისკი ამ თვალსაზრისით მმართველობის რისკის ფარგლებში განიხილება, ინფორმაციის რისკში კი ფაქტობრივად მხოლოდ ხელშეკრულების დადების ეტაპზე არსებული რისკები მოიაზრება.³³⁴

³³⁰ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 64.

³³¹ *Meier*, Anlegerschutz im schweizerischen Anlagerechts, 8; *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 65.

³³² *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 65 f.

³³³ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 33; *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 17.

³³⁴ *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 134.

2.2.2.2. საინვესტიციო პირობების რისკი

საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეძენასთან დაკავშირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებასთან არის დაკავშირებული ასევე პირობების რისკი, რომელიც ინვესტორისთვის არახელსაყრელი საინვესტიციო პირობების შეთავაზებაში მდგომარეობს.³³⁵ ცენტრალურ პრობლემას წარმოადგენს საშიშროება იმისა, რომ მას შეუსაბამოდ მაღალი ან არასაკმარისად განმარტებული თანხის გადახდა მოუწევს საინვესტიციო ფონდის მომსახურების სანაცვლოდ.³³⁶ საინვესტიციო ფონდის მიერ შეთავაზებული პირობები მხოლოდ მის საქმიან ინტერესებს არ უნდა ემსახურებოდეს, არამედ ინვესტორის ინტერესებსაც თანაბრად ითვალისწინებდეს.

პირობების რისკის მაქსიმალურად შემცირების მიზნით, ინვესტორებს ერთეულების შეძენამდე უნდა მიეწოდოს დეტალური და ამავდროულად მარტივად აღსაქმელი ინფორმაცია ყველა იმ ხარჯის შესახებ, რომელიც მას საინვესტიციო ფონდში მონაწილეობის განმავლობაში შეიძლება დაეკისროს.³³⁷

2.2.2.3. ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკი

ყველაზე საბაზისო რისკი, რომელსაც ინვესტორი ატარებს, არის ინვესტირებული კაპიტალის მთლიანად ან ნაწილობრივ დაკარგვის რისკი.³³⁸ ინვესტიციის დაკარგვას/გაუფასურებას იწვევს მაგ., ემიტენტის აქციების კურსის ნეგატიურად განვითარება, ემიტენტის თუ ფინანსური შუამავლის გადახდისუნარიობა და სხვა.³³⁹ ინვესტიცია განიხილება გაუფასურებულად, როდესაც მისი გამოსყიდვის ღირებულება მისი განთავსებისას არსებულ

³³⁵ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 296, პირობების რისკი ვიწროდ უნდა გავიგოთ, კერძოდ, იგი არ მოიცავს პირობებს, რომლებიც სხვა სპეციალურ რისკებთან, მაგალითად, ინფორმაციის ან ინტერესების წარმოდგენის რისკთანაა დაკავშირებული.

³³⁶ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 144, 338.

³³⁷ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 70.

³³⁸ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 83, 289; *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 3; *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 68.

³³⁹ *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 127.

ღირებულებაზე ნაკლებია.³⁴⁰ ამ რისკისგან დამცავი ნორმები ინვესტორის დაცვის სამართლის მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს.

საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გაუფასურების საფრთხე შეიძლება წარმოიშვას ასევე მაგ., ინვესტორის საინვესტიციო ფონდიდან გასვლის შემთხვევაში, როცა მისთვის გამოსყიდვის თანხის გადახდის სანაცვლოდ ფონდის აქტივების გაყიდვის აუცილებლობა დგება.³⁴¹ ამავდროულად მცირდება სინერჯის ეფექტი, რასაც შესაძლოა ნეგატიური გავლენა ჰქონდეს ფონდში დარჩენილი ინვესტორების ერთეულების გამოსყიდვის ფასზე და ამით წინააღმდეგობაში მოდიოდეს მათი ღირებულების შენარჩუნებისა და ლიკვიდობის ინტერესებთან.³⁴² თავად ინვესტორი, რომელიც ფონდიდან გადის და ითხოვს თავისი ერთეულების გამოსყიდვას საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან, იკმაყოფილებს თავის ლიკვიდობის ინტერესს. ამ მაგალითით ნათლად ჩანს, რომ თითოეული რისკი თუ ინტერესი მჭიდროდაა ერთმანეთთან დაკავშირებული და ზოგჯერ ერთმანეთთან კოლიზიაშიც შედიან.

2.2.2.4. მმართველობის რისკი

საინვესტიციო ფონდში ინვესტორებისგან მოზიდულ კაპიტალს გარე მმართველობის პრინციპზე დაყრდნობით მართავს შიდა ან გარე აქტივების მმართველი კომპანია.³⁴³ აღნიშნული წარმოშობს დამატებით რისკს იმის თაობაზე, რომ ფონდის მმართველობა მისთვის სამართავად მინდობილ ქონებას არაგონივრულად ან არაკეთილსინდისიერად, ინვესტორების ინტერესების საზიანოდ განკარგავს.³⁴⁴ შედეგად წარმოიშობა საინვესტიციო ფონდის ინვესტორის სპეციალური დაცვის საჭიროება.

³⁴⁰ *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 50.

³⁴¹ *Oppitz*, Apathy/Iro/Koziol (Hrsg.), Österreichisches Bankvertragsrecht, Rn. 3/116; *Barocka*, Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, 134. *Thiel*, der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht, 185.

³⁴² *Oppitz*, Apathy/Iro/Koziol (Hrsg.), Österreichisches Bankvertragsrecht, Rn. 3/116; *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 54.

³⁴³ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 3 f.

³⁴⁴ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 132; *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 68. *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 33.

ამ რისკის ძირითად საფუძველს წარმოადგენს ის გარემოება, რომ ფონდის მმართველობა შესაძლოა არ იყოს საკმარისად კვალიფიციური, შესაბამისად, პროფესიულად იმ მდგომარეობაში, რომ საინვესტიციო ფონდის კაპიტალის მართვა გონივრულად განახორციელოს.³⁴⁵ ან შესაძლოა ის არაკეთილსინდისიერი იყოს და განზრახ მოქმედებდეს ინვესტორის ინტერესების საზიანოდ.³⁴⁶ არაკეთილსინდისიერი ან შესაბამისი უნარების არმქონე მმართველობა, რომელიც საბაზრო რისკებს მუდმივად არასწორად აფასებს, სპეციალურ დეპოზიტორთან ფინანსურად ან პიროვნულად არის დაკავშირებული და ამით საინვესტიციო ფონდის კონტროლის მექანიზმებს ასუსტებს ან ზედმეტად რისკიან საინვესტიციო პოლიტიკას ირჩევს, საფრთხეს უქმნის ინვესტორის ინტერესების განხორციელებას.³⁴⁷

Hopt-ის თანახმად, მმართველობის რისკი და ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკი ერთმანეთისგან განსხვავდებიან იმ გარემოებით, რომ არაკომპეტენტური ან არაკეთილსინდისიერი მმართველობა ინვესტიციის გაუფასურებას დიდი ოდენობით, როგორც ეს მაგ., საზოგადოების გაკოტრების შემთხვევაში დადგებოდა, არ იწვევს. მაგრამ თუ მმართველი თავისი ქმედებებით საინვესტიციო ფონდის გადახდისუნარობას გამოიწვევს, მაშინ მმართველობისა და ინვესტიციის გაუფასურების რისკი ერთდროულად განხორციელდება.³⁴⁸

2.2.2.5. ინვესტორის ინტერესების წარმოდგენის რისკი

ინვესტორი ხშირ შემთხვევაში მოკლებულია შესაძლებლობას თავისი ინტერესები სათანადოდ წარმოადგინოს და დაიცვას საწარმოში, სადაც მან ინვესტიცია განახორციელა.³⁴⁹ ამისათვის მას არც საკმარისი დრო და არც შესაბამისი დარგობრივი ცოდნა გააჩნია.³⁵⁰ ასეთი ინვესტორისთვის ხელსაყრელია, განახორციელოს ინვესტიცია საინვესტიციო ფონდში, რომელიც ინვესტორის

³⁴⁵ *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 74; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 138 f.

³⁴⁶ *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 74; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 135 ff.

³⁴⁷ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 33.

³⁴⁸ *Hopt*, Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes?, 16.

³⁴⁹ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 137.

³⁵⁰ *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 69.

ინტერესების შესაბამისად ადგენს საინვესტიციო პორტფელს და შესაბამისად, წარმოადგენს მის ინტერესებს მესამე პირებთან პორტფელის მართვის ფარგლებში.³⁵¹ თუმცა აღნიშნული თავის მხრივ წარმოშობს ინვესტორის ინტერესების განხორციელების რისკს უშუალოდ საინვესტიციო ფონდში. კერძოდ, შესაძლებელია, რომ ფონდის მმართველობა ინვესტორის ინტერესებს სწორად ვერ აღიქვამს ან საერთოდ არ იცნობს მათ ინფორმაციის არასრულყოფილი ურთიერთგაცვლის შედეგად, ან ინვესტორის ინტერესები მისთვის მხოლოდ მეორეხარისხოვანია, პრიორიტეტული კი მისი საკუთარი ინტერესებია.³⁵² ამდენად, ინტერესების წარმოდგენის რისკი ორი მიმართულებით შეიძლება განვიხილოთ: უშუალოდ საინვესტიციო ფონდის შიგნით, მიმართული ფონდის მმართველობისადმი, და არაპირდაპირ იმ საზოგადოებებში, სადაც ფონდის ქონება არის ინვესტირებული.³⁵³

Gringel-ის თანახმად, საინვესტიციო ფონდების შემთხვევაში მმართველობის რისკი მოიცავს ინტერესების წარმოდგენის რისკს, რადგან ფონდის ინვესტორის ინტერესების წარმოდგენა ინვესტირებულ საწარმოში ფონდის მმართველის ერთ-ერთ ფუნქციას წარმოადგენს.³⁵⁴

2.2.2.6. ლიკვიდობის რისკი

ლიკვიდობის რისკი გულისხმობს საშიშროებას, რომ ინვესტორს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გასხვისება ან საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან გამოსყიდვის მოთხოვნის განხორციელება არ შეუძლია ნებისმიერ დროს თავისთვის სასურველი პირობებით.³⁵⁵ მისი ინტერესი მდგომარეობს იმაში, რომ ერთეულის გამოსყიდვის კურსი სულ მცირე იმდენივე იყოს, რამდენიც ერთეულის შექმნის მომენტში იყო,³⁵⁶ რაც დიდწილად იმ დროისათვის არსებულ საბაზრო ფაქტორებზეა

³⁵¹ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 137 f.; *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 69.

³⁵² *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 68; *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 137 f.; *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 69.

³⁵³ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 33.

³⁵⁴ *Gringel*, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, 69.

³⁵⁵ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 35.

³⁵⁶ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 67.

დამოკიდებული.³⁵⁷ შემცირებული გამოსყიდვის ფასის საფუძველი შესაძლოა ასევე იყოს ფონდის მმართველობის ზედმეტად რისკიანი საინვესტიციო სტრატეგია, მინდობილი კაპიტალის საკუთარი ინტერესებისათვის გამოყენება და სხვა.³⁵⁸

2.3. შეჯამება

საინვესტიციო ფონდში ინვესტორის დაცვის საჭიროება მასსა და საინვესტიციო ფონდის მმართველობას შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიითა და შესაძლო ინტერესთა კონფლიქტებით საბუთდება, რომელთაგან გამომდინარეობს საინვესტიციო ფონდში ინვესტიციის განხორციელებასთან დაკავშირებული ზემოაღწერილი რისკები. საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობის მიზანი სწორედ ამ რისკების გამორიცხვა ან შემცირება უნდა იყოს, რათა გარანტირებული იყოს ინვესტორის დაცვის მაღალი ხარისხი, რაც აუცილებელი ფაქტორია კაპიტალის ბაზრისადმი მათი ნდობის მოსაპოვებლად. აღნიშნული პირდაპირ მიზეზობრივ კავშირშია კაპიტალის ბაზარზე ინვესტიციების დონის ზრდასა და მისი ფუნქციაუნარიანობის გაუმჯობესებასთან.

³⁵⁷ *Tübke*, Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, 49.

³⁵⁸ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 67; *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 30 f.

3. ინვესტორის ინტერესების დაცვა UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდში

საინვესტიციო ფონდის არსისა და ინვესტორის დაცვის თეორიული დასაბუთების - საინვესტიციო ფონდში ინვესტორის ინტერესებისა და რისკების განხილვის შემდეგ ნაშრომის ძირითადი ნაწილი ეძღვნება ინვესტორის დაცვის ღონისძიებების განხილვას კონკრეტულად UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდში. ქვემოთ გაანალიზებულია საქართველოს კანონმდებლობის UCITS-ის დირექტივასთან დაახლოების საფუძველზე შემუშავებული რეგულაციები, რომლებიც საინვესტიციო ფონდში ინვესტიციის განხორციელებასთან დაკავშირებული სხვადასხვა რისკის შემცირებას ან გამორიცხვას ისახავენ მიზნად. ამ რეგულაციების ანალიზი ეფუძნება ქართული და გერმანული კანონმდებლობის შედარებითსამართლებრივ კვლევას.³⁵⁹

თავდაპირველად წარმოდგენილია საინვესტიციო ფონდის კონსტრუქციისთვის დამახასიათებელი გამიჯვნის პრინციპი და საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტებს შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობები, რაც აუცილებელია მათი პასუხისმგებლობის სფეროების გამიჯვნის, ასევე საინვესტიციო ფონდის სხვადასხვა კონსტრუქციაში ინვესტორის დაცვის თავისებურებებისა და არსებული ხარვეზების გამოვლენის მიზნით. მომდევნო თავები ეძღვნება აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის განხილვას, რომელთა მკაცრ რეგულირებასა და მათ შორის ფუნქცია-მოვალეობების გადანაწილებას არსებითი მნიშვნელობა ენიჭება ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით. ცალკე თავი ეთმობა თითოეული მათგანის წინააღმდეგ მიმართულ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნებს; საინვესტიციო ფონდის ინფორმაციის საჯაროობასთან დაკავშირებულ ვალდებულებებსა და ინვესტორის უფლებას საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან მისი ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის თაობაზე.

³⁵⁹ კვლევის მეთოდთან და კონკრეტულად გერმანულ კანონმდებლობასთან შედარებითსამართლებრივი ანალიზის მიზანშეწონილობასთან დაკავშირებით დაწვრილებით იხ. დისერტაციის შესავალი.

3.1 გამიჯვნის პრინციპი და სამართლებრივი ურთიერთობები

გამიჯვნის პრინციპი საინვესტიციო ფონდების სამართალში, უპირველეს ყოვლისა, გულისხმობს საინვესტიციო ფონდის მართვის ფუნქციისა და საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვის ფუნქციის ერთმანეთისგან ინსტიტუციურ გამიჯვნას. შედეგად, საინვესტიციოსამართლებრივ ურთიერთობაში ჩნდება დამატებითი სუბიექტი სპეციალიზებული დეპოზიტარის სახით, რომელიც საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვის ფუნქციასთან ერთად აღჭურვილია აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლის უფლებამოსილებით. აღნიშნული მიზნად ისახავს ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკისა და მმართველობის რისკის შემცირებას და წარმოადგენს ინვესტორის დაცვის ქვაკუთხედს საინვესტიციო ფონდების სამართალში.³⁶⁰

გამიჯვნის პრინციპის ზეგავლენით თავისებურებებით ხასიათდება საინვესტიციო ფონდის სუბიექტებს - ინვესტორს, აქტივების მმართველ კომპანიას, სპეციალიზებულ დეპოზიტარსა და საინვესტიციო კომპანიას - შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობები. მათი დეტალურად განხილვა მნიშვნელოვანია საინვესტიციო ფონდის სუბიექტების ქონებისა და პასუხისმგებლობის ერთმანეთისგან გამიჯვნის შესასწავლად, რაც გამიჯვნის პრინციპის კიდევ ერთ გამოხატულებას წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდების სამართალში და ასევე უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით.

3.1.1. საინვესტიციო ფონდის მართვისა და აქტივების შენახვის ფუნქციების გამიჯვნა

ინვესტორი საინვესტიციო ფონდში ინვესტირებით თავის კაპიტალს სამართავად მიანდობს ფონდის მმართველს - აქტივების მმართველი კომპანიას და შედეგად ექვემდებარება მათი დაკარგვის/გაუფასურებისა და მმართველობის

³⁶⁰ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 118; *Mauser*, *Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen*, 67; *Gläbe*, *Der Schutz der Zertifikats-Inhaber von Investmentgesellschaften*, 153 ff..

რისკებს,³⁶¹ რაც ძირითადად გამოიხატება საშიშროებაში, რომ აქტივების მმართველი კომპანია მართლსაწინააღმდეგოდ მიითვისებს მისთვის სამართავად გადაცემულ კაპიტალს ან გამოიყენებს ისეთი მიზნებისთვის, რომლებიც არ შეესაბამება ინვესტორის ინტერესებს.³⁶² აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ძალაუფლების ბოროტად გამოყენების პოტენციალს ზრდის ის გარემოებაც, რომ მასსა და ინვესტორს შორის მყარდება გრძელვადიანი ურთიერთობა; ურთიერთობის ხანგრძლივობის პროპორციულად მას ეძლევა მეტი შანსი მოიქცეს არაკეთილსინდისიერად და შემდეგ დამალოს ამ ქმედებების კვალი.³⁶³

ურთიერთობაში სპეციალიზებული დეპოზიტარის ჩართვამ უნდა შეამციროს კოლექტიური საინვესტიციო სქემის ეს სისუსტეები.³⁶⁴ საინვესტიციო ფონდის აქტივების ფიზიკური განცალკევება აქტივების მმართველი კომპანიისაგან, უპირველეს ყოვლისა, გამორიცხავს საინვესტიციო ფონდის აქტივებზე ამ უკანასკნელის უშუალო წვდომასა და მარტივად მითვისების შესაძლებლობას და ამდენად, ინსტიტუციურად უზრუნველყოფს ინვესტიციის სუბსტანციის დაცვას.³⁶⁵ აღნიშნული ემსახურება ასევე ინვესტორების დაცვას აქტივების მმართველი კომპანიის გადახდისუნარიობის/ლიკვიდაციის დადგომის შემთხვევაში, რამდენადაც საინვესტიციო ფონდის აქტივების სპეციალიზებულ დეპოზიტართან შენახვით ისინი მკვეთრად არიან გამიჯნული და გარჩევადი აქტივების მმართველი კომპანიის ქონებისაგან და მათი აქტივების მმართველი კომპანიის გადახდისუნარიობის/სალიკვიდაციო მასაში მოხვედრის საშიშროება არ არსებობს; გარდა ამისა, ხანგრძლივ პროცესთან იქნებოდა დაკავშირებული ქონების მასების ერთმანეთისგან გამიჯვნა, რომლის განმავლობაშიც საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდობა მნიშვნელოვნად შეფერხდებოდა.³⁶⁶

საინვესტიციო ფონდის მართვისა და საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვის ფუნქციების ერთმანეთისგან გამიჯვნა და მათი აქტივების მმართველ

³⁶¹ იხ. დისერტაციის თავი 2.2.2.3. ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკი და 2.2.2.4. მმართველობის რისკი.

³⁶² *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 75.

³⁶³ *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 508 f.

³⁶⁴ *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 508 f.; *Ohl*, Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks, 11 f.

³⁶⁵ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 118.

³⁶⁶ *Vadolas/Kunschke*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, Vor §§ 68 ff. Rn. 66.

კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე მინდობა პირდაპირ არის გათვალისწინებული UCITS-ის დირექტივითა და ეროვნული კანონმდებლობით.³⁶⁷ ამასთან, ფუნქციების ფაქტობრივად გამიჯვნა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლი მხოლოდ იმ შემთხვევაში იქნება მიღწეული, თუ სპეციალიზებული დეპოზიტარი დამოუკიდებელი იქნება აქტივების მმართველი კომპანიისაგან სამართლებრივი, პერსონალური და ეკონომიკური თვალსაზრისით. აღნიშნული აუცილებელია სპეციალიზებული დეპოზიტარის ნეიტრალიტეტისა და მასზე დაკისრებული ფუნქციების მხოლოდ საინვესტიციო ფონდისა და ინვესტორების სასარგებლოდ განხორციელების უზრუნველსაყოფად.³⁶⁸

სამართლებრივი გამიჯვნა გულისხმობს, რომ საინვესტიციო ფონდის მართვისა და აქტივების შენახვის ფუნქციები უნდა განახორციელოს სხვადასხვა სამართლის სუბიექტმა. კანონმდებლობით პირდაპირ არის აკრძალული ერთი და იმავე პირის მიერ აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციების განხორციელება.³⁶⁹ კანონმდებლობით პირდაპირ არის აკრძალული ასევე სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მასზე კანონმდებლობით დაკისრებული დეპოზიტარული ფუნქციების გარდა აქტივების მმართველ კომპანიასთან მიმართებით სხვა ისეთი საქმიანობების განხორციელება, რომლებმაც შეიძლება წარმოშვას ინტერესთა კონფლიქტი საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტებს შორის.³⁷⁰

სამართლებრივ გამიჯვნასთან ერთად მნიშვნელოვანია ასევე აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის პერსონალის ერთმანეთისგან გამიჯვნა. ერთი და იმავე პირებით დაკომპლექტების შემთხვევაში

³⁶⁷ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 25-ე და 34-ე მუხლები; Art. 2 para. 1 subpara. b, Art. 22 para. 5 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 17, 72 KAGB.

³⁶⁸ *Klusak*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 70 Rn. 1; *Koch*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 70 Rn. 3.

³⁶⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 25 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 70 Abs. 3 KAGB. აღნიშნული გამომდინარეობს ასევე აქტივების მმართველი კომპანიისთვის ნებადართული საქმიანობის რეგულირებიდან, რომლის მიხედვით, მას აკრძალული აქვს განახორციელოს კანონით გათვალისწინებულის გარდა სხვა, მათ შორის სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობა [*Klusak*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 70 Rn. 11; *Koch*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 70 Rn. 16 f.; აქტივების მმართველი კომპანიის დასაშვებ საქმიანობასთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.2.1.3].

³⁷⁰ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 25 para. 2 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 70 Abs. 2 KAGB; ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან არიდებასთან დაკავშირებით იხ. ასევე დისერტაციის თავი 3.3.2.

მათ მიერ ურთიერთკონტროლის განხორციელება ფაქტობრივად გამორიცხული იქნება.³⁷¹ პერსონალური გამიჯვნის შესახებ ნორმებს ვხვდებით ევროკომისიის დელეგირებულ დადგენილებაში (EU) 2016/438 21, რომელიც ემსახურება UCITS-ის დირექტივის ნორმების შევსებას სპეციალიზებული დეპოზიტარის ვალდებულებებთან მიმართებით. ამ დადგენილების თანახმად, არ შეიძლება ერთი და იგივე პირი ერთდროულად იყოს

- აქტივების მმართველი კომპანიისა/საინვესტიციო კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის ხელმძღვანელი ორგანოს წევრი;

- აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის მმართველი ორგანოს წევრი და სპეციალიზებული დეპოზიტარის თანამშრომელი და პირიქით;

ამასთან, არ შეიძლება აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების ერთ მესამედზე მეტი შედგებოდეს იმ პირებისგან, რომლებიც ამავდროულად არიან სპეციალიზებული დეპოზიტარის მმართველი ორგანოს ან სამეთვალყურეო საბჭოს წევრები ან მისი თანამშრომლები და პირიქით.³⁷²

საქართველოს კანონმდებლობა არ ითვალისწინებს აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის პერსონალის შეუთავსებლობასთან დაკავშირებულ ნორმებს. შეიძლება განიმარტოს, რომ ეს გამომდინარეობს სპეციალიზებული დეპოზიტარის ქცევის ზოგადი ვალდებულებებიდან, რომლის მიხედვით, ის ვალდებულია მისი ფუნქციების განხორციელებისას მოქმედებდეს დამოუკიდებლად და მხოლოდ ინვესტორის საუკეთესო ინტერესებიდან გამომდინარე.³⁷³ თუმცა, მიზანშეწონილია, აღნიშნული მკაფიოდ იყოს რეგულირებული კანონმდებლობით, რათა დაექვემდებაროს საზედამხედველო ორგანოს კონტროლს და საწინააღმდეგო შემთხვევაში გახდეს საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციაზე უარის თქმის საფუძველი.

პრობლემურია ეკონომიკური გამიჯვნის საკითხი, ვინაიდან აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის სამართლებრივი და

³⁷¹ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 77.

³⁷² Art. 21 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries..

³⁷³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის პირველი პუნქტი.

პერსონალური გამიჯვნის მიუხედავად მჭიდრო ეკონომიკური კავშირის არსებობა საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობების მეშვეობით კვლავ შესაძლებელია.³⁷⁴ UCITS-ის დირექტივა არ კრძალავს აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის ასეთ ურთიერთობებს. ემპირიული კვლევები მოწმობენ, რომ პრაქტიკაში მრავლად არის შემთხვევები, როცა მაგ., სპეციალიზებული დეპოზიტარი არის აქტივების მმართველი კომპანიის პარტნიორი³⁷⁵ ან ისინი ერთსა და იმავე კონცერნს მიეკუთვნებიან როგორც მშობელი და შვილობილი საწარმოები.³⁷⁶

შედეგად წარმოშობილი პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტების სამართავად ევროკომისიის დელეგირებული დადგენილებით (EU) 2016/438 გათვალისწინებულია დამატებითი რეგულაციები. კერძოდ, იმ შემთხვევაში, თუ აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის არსებობს კავშირი, რაც გულისხმობს მაგ., საწარმოს კაპიტალის ან ხმის უფლების 10 პროცენტის ან მეტის პირდაპირ ან არაპირდაპირ ფლობას ან კონცერნის შემადგენელ მშობელ და შვილობილ საწარმოებს შორის ურთიერთობას, აუცილებელია მათ დანერგონ ღონისძიებები და პროცედურები, რათა უზრუნველყოფილ იქნეს დასახელებული კავშირებიდან გამომდინარე ყველა ინტერესთა კონფლიქტის გამოვლენა და შესაბამისი ღონისძიებების გატარება მათ თავიდან ასარიდებლად ან სამართავად.³⁷⁷ კონცერნის შემთხვევაში ამავე დადგენილებით დამატებით გათვალისწინებულია მოთხოვნები აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის საზედამხედველო ორგანოს წევრების დამოუკიდებლობის თაობაზე.³⁷⁸ აქტივების მმართველი კომპანია კი ვალდებულია საზედამხედველო ორგანოს წინაშე დაასაბუთოს მასთან ეკონომიკურად დაკავშირებული სპეციალიზებული

³⁷⁴ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 118.

³⁷⁵ *König*, *Anlegerschutz im Investmentrecht*, 126 f. 299 f.; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 118; *Köndgen*, *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG, Vor §§ 20–29 InvG Rn. 1.*

³⁷⁶ *Herring*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 70 Rn. 4.

³⁷⁷ Art. 23 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

³⁷⁸ Art. 24 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

დეპოზიტარის დანიშვნის მიზანშეწონილობა ბაზარზე არსებულ სხვა სპეციალიზებულ დეპოზიტარებთან შედარებით.³⁷⁹

საქართველოს კანონმდებლობაში ევროკომისიის დადგენილების დასახელებული ნორმები არ არის ასახული, რაც კიდევ უფრო ამწვავებს აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის შესაძლო ეკონომიკური დამოკიდებულებების შედეგად პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტების გამოვლენისა და მართვის რისკებს და შესაბამისად, აუარესებს ინვესტორის ინტერესების დაცვის მდგომარეობას.

ინტერესთა კონფლიქტის საფრთხე მხოლოდ ნაწილობრივ მცირდება სპეციალიზებული დეპოზიტარის კანონისმიერი ვალდებულებით, იმოქმედოს აქტივების მმართველი კომპანიისაგან დამოუკიდებლად და მხოლოდ ინვესტორის ინტერესებისთვის.³⁸⁰ თუმცა, უტოპიური იქნებოდა მოლოდინი, რომ ფინანსური ინსტიტუტი, რომელიც ასრულებს სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციას, შეეწინააღმდეგება საინვესტიციო გადაწყვეტილებას, რომელსაც მან როგორც აქტივების მმართველი კომპანიის პარტნიორმა მხარი დაუჭირა.³⁸¹ ასევე, ნაკლებად სავარაუდოა, რომ აქტივების მმართველი კომპანია უკმაყოფილო იქნება სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობით და გააუქმებს მასთან დადებულ ხელშეკრულებას, თუ ის სპეციალიზებული დეპოზიტარის შვილობილი საწარმო იქნება.³⁸² საინვესტიციო ფონდების სამართლის ამ სისუსტის აღმოფხვრა შესაძლებელია აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობების აკრძალვით.³⁸³

³⁷⁹ Art. 22 para. 2 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

³⁸⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის პირველი პუნქტი; *Köndgen, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, Vor §§ 20-29 InvG Rn. 1.

³⁸¹ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 126, 189; *Reuter*, Investmentfonds und die Rechtstellung der Anteilshaber, 156 f.

³⁸² *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 118.

³⁸³ *Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 312; *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 189; *Klusak, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 70 Rn. 2.

3.1.2. სამართლებრივი ურთიერთობები UCITS-ში მონაწილე სუბიექტებს შორის

საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვისა და შენახვის ფუნქციების ერთმანეთისგან გამიჯვნა იწვევს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის მონაწილეებს - ინვესტორს, აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის სპეციფიური სამართლებრივი ურთიერთობების ჩამოყალიბებას. საინვესტიციო ფონდის იურიდიული პირის ფორმით ჩამოყალიბების შემთხვევაში, ურთიერთობაში დამატებით ერთვება საინვესტიციო კომპანია. საინვესტიციო ფონდის სუბიექტებს შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობების შინაარსის განხილვა აუცილებელია მათ შორის ფუნქციების გადანაწილებისა და პასუხისმგებლობის სფეროების გამიჯვნის შესასწავლად, რაც ცენტრალურ როლს ასრულებს ინვესტორის დაცვის მიზნებისათვის.

3.1.2.1. ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში

საინვესტიციო ფონდის ტრადიციულ ფორმას წარმოადგენს სახელშეკრულებო სქემის ფორმით არსებული ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი, რომელიც საკუთარი სამართალსუბიექტობისა და უფლებაუნარიანობის არმქონე წარმონაქმნია და მართულია აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ.³⁸⁴ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ძირითადი სტრუქტურის თვალსაჩინოდ წარმოსადგენად გერმანულ სამართალში შემუშავებულ იქნა ე.წ. საინვესტიციო სამკუთხედის მოდელი, რომლის კუთხეებს წარმოადგენენ ინვესტორი, აქტივების მმართველი კომპანია და სპეციალიზებული დეპოზიტარი, მათ შუაში კი იმყოფება სამართლებრივი უფლებაუნარიანობის არმქონე ინვესტორებისგან მოზიდული ქონება.³⁸⁵ პირდაპირი გაგებით ამ სუბიექტებს შორის საინვესტიციო სამკუთხედი არ იკვრება, ვინაიდან ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის პირდაპირი სახელშეკრულებო

³⁸⁴ *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 108 Rn. 1.

³⁸⁵ *Decker*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 273 Rn. 17 f.; *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 10 Rn. 18; *Ohl*, Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks, 27; *Schäcker*, Entwicklung und System des Investmentsparens, 40; *Seibert*, das Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung, § 5 Rn. 91; *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 508.

ურთიერთობა საერთოდ არ მყარდება,³⁸⁶ თუმცა საინვესტიციო ფონდის ამ ფორმით გამოსახვის მიზანია იმ გარემოების ხაზგასმა, რომ მონაწილე სუბიექტებს შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობები არ არის მხოლოდ ორმხრივი ურთიერთობები მათ შორის, არამედ ამ ტრიადის შესაბამისი მესამე სუბიექტის მიმართაც მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ.³⁸⁷

3.1.2.1.1. ურთიერთობა ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის

3.1.2.1.1.1. საინვესტიციო ხელშეკრულება

ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში ცალკეულ ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის სამართლებრივი ურთიერთობა რეგულირდება საინვესტიციო ხელშეკრულების ფარგლებში, რომლის თანახმად, ინვესტორი იღებს ვალდებულებას საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შექმნის სანაცვლოდ განახორციელოს შესაბამისი შესატანი საინვესტიციო ფონდში, ხოლო აქტივების მმართველი კომპანია იღებს ვალდებულებას ანაზღაურების სანაცვლოდ, გადასცეს ინვესტორს საინვესტიციო ფონდში მონაწილეობის დამადასტურებელი საინვესტიციო ფონდის ერთეულები და მართოს ინვესტორების საერთო საკუთრებაში არსებული კოლექტიური საინვესტიციო ქონება რისკების დივერსიფიკაციის პრინციპის გათვალისწინებით.³⁸⁸ საინვესტიციო ხელშეკრულების შინაარსის ძირითად შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს სადამფუძნებლო დოკუმენტი, იგივე ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის წესები, რომელიც წარმოადგენს ცალმხრივად წინასწარ ჩამოყალიბებულ ზოგად საინვესტიციო პირობებს.³⁸⁹

³⁸⁶ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 62; *Emde*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, Einl. Rn. 12; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 68 Rn. 3.

³⁸⁷ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 221; *Scharkowski*, Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance, 193 f.

³⁸⁸ *Moroni*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 92 Rn. 10; *Klett*, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, 67; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 6; *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 162 Rn. 20; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 10; *Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 123 f. ob. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-3 პუნქტი.

³⁸⁹ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 222; *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 19.

საინვესტიციო ხელშეკრულება იდება სამოქალაქო სამართლით გათვალისწინებული ზოგადი წესების მიხედვით.³⁹⁰ საინვესტიციო ფონდის სარეკლამო ღონისძიებები, სადამფუძნებლო დოკუმენტისა და პროსპექტის ინვესტორებისთვის გადაცემა ან გამოქვეყნება, ერთეულების გამოშვების, განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასების გამოქვეყნება აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ წარმოადგენს პოტენციური ინვესტორების მოწვევას ოფერტზე.³⁹¹ ხელშეკრულების დადების შესახებ წინადადების (ოფერტის) შეთავაზებას ახორციელებს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შექმნაზე დაინტერესებული პირი თავისი ბანკის ან სხვა შუამავალი პირის მეშვეობით, ხოლო ოფერტი მიღებულად ითვლება, თუ აქტივების მმართველი კომპანია ინვესტორს გადაუგზავნის ერთეულის შექმნის თაობაზე ხარჯთაღრიცხვას ან ინვესტორისგან მინიჭებული უფლებამოსილების საფუძველზე, განახორციელებს ერთეულის ღირებულების მიღებას ბანკისგან ან სხვა ფინანსური ინსტიტუტისგან (აქცეპტი).³⁹²

მნიშვნელოვანია განისაზღვრავს საინვესტიციო ხელშეკრულების სამართლებრივი ბუნება. გერმანიაში არსებული გაბატონებული შეხედულების თანახმად, საინვესტიციო ხელშეკრულება წარმოადგენს მომსახურების ხელშეკრულებას ეკონომიკური საქმიანობის გაძლოლის დავალებით §§ 675, 611 ff. BGB-ის შესაბამისად.³⁹³ უფრო კონკრეტულად, ის კანონისმიერი რეგულირებით მკვეთრად გამოხატული ტრასტის (trust), მმართველობითი მინდობის (Verwaltungstreuhand) ურთიერთობაა.³⁹⁴ გერმანიის სამოქალაქო კოდექსი ტრასტს

³⁹⁰ *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 24; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 10; *Bachmann/Kunschke*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.) 405 § 162 KAGB Rn. 18; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2358.

³⁹¹ *Baur*, Investmentgesetze, § 15 KAGG Rn. 8. აღნიშნული არ ნიშნავს, რომ ყველა ეს მოქმედება წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეთავაზებას, ეს უნდა შეფასდეს ცალკეულ შემთხვევაში [*Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 25].

³⁹² *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 26f.; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 63; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2359.

³⁹³ „Dienstvertrag mit Geschäftsbesorgungscharakter“ - *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2352; *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 162 Rn. 15; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 162 Rn. 18; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 6; *Klenk*, Die rechtliche Behandlung des Investmentanteils, 12; *Ohl*, die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investmentdreiecks, 45 f.; *Schäfer*, Anlegerschutz und die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei der Anlage der Sondervermögen durch Kapitalanlagegesellschaften, 39 f.; *Reuter*, Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilinhaber, 109; *Schäcker*, Entwicklung und System des Investmentsparens, 57 f.

³⁹⁴ *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 162 Rn. 20; *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 29;

როგორც ხელშეკრულების დამოუკიდებელ ტიპს არ იცნობს, თუმცა ის ახლოს დგას და შესაბამისად, ექცევა ეკონომიკური საქმიანობის გაძღოლის ურთიერთობის ქვეშ (Geschäftsbesorgung, §§ 675 ff. BGB).³⁹⁵ ტრასტი დამახასიათებელია ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემისთვის და ქართულ სამართალში ვხვდებით „საკუთრების მინდობის“ სახელით (სსკ-ის 724-ე და მომდევნო მუხლები).³⁹⁶

გერმანული კანონმდებლობა ითვალისწინებს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივების (ქონების) საკუთრებითი მიკუთვნების ორ ალტერნატივას, კერძოდ, აქტივები შეიძლება იყოს აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთრება ან ინვესტორების საერთო საკუთრება.³⁹⁷ შესაბამისად განსხვავება მინდობის სამართლებრივი ფორმები. პირველი ალტერნატივა წარმოადგენს უფლების სრულ მინდობას (Vollrechtstreuhand), აქტივების მმართველ კომპანიას როგორც მინდობილ მესაკუთრეს გააჩნია სრული უფლებამოსილება მინდობილ ქონებაზე და შებოჭილია მხოლოდ შიდა ურთიერთობაში ინვესტორებთან, საკუთრების უფლება განახორციელოს მათ შორის არსებული შეთანხმების ფარგლებში.³⁹⁸ ის მესამე პირებთან ურთიერთობაში მოქმედებს საკუთარი სახელით, როგორც უფლების მფლობელი.³⁹⁹ ხოლო მეორე ალტერნატივის შემთხვევაში, როცა ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები იმყოფება ინვესტორების საერთო საკუთრებაში, საქმე ეხება განკარგვის უფლებამოსილების მინდობას (Ermächtigungstreuhand).⁴⁰⁰ ამ შემთხვევაში, აქტივების მმართველ კომპანიას არ გადაეცემა საკუთრება აქტივებზე,

Canaris, Bankvertragsrecht, Rn. 2395; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 162 Rn. 18; *Baur*, Investmentgesetze, 15 KAGG Rn. 6; *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 17; *Schödermeier/Baltzer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 15 KAGG Rn. 8; *Schäcker*, Entwicklung und System des Investmentsparens, 58.

³⁹⁵ *Sprau*, Palandt (Hrsg.), BGB, § 675 Rn. 27.

³⁹⁶ *ხეცურიანი*, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის კომენტარი, 2001, მუხლი 724.

³⁹⁷ § 92 Abs. 1 KAGB.

³⁹⁸ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 6; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 17; *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 29; *რუსიაშვილი*, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ კომენტარი, მუხლი 724 ველი 17.

³⁹⁹ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 6; *რუსიაშვილი*, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ კომენტარი, მუხლი 724 ველი 17.

⁴⁰⁰ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 6; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 17; *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 29.

არამედ ენიჭება მხოლოდ ქონების მართვის უფლებამოსილება, რომელსაც ის ასევე საკუთარი სახელით, მაგრამ სხვისი ანგარიშით ახორციელებს.⁴⁰¹

გერმანული კანონმდებლობა აქტივების მმართველ კომპანიას აქტივების მართვისა და განკარგვის უფლებამოსილებას ორივე ალტერნატივის შემთხვევაში კანონის ძალით ანიჭებს. კერძოდ, § 93 Abs. 1 KAGB-ის თანახმად, მიუხედავად იმისა, თუ ვის საკუთრებაში იმყოფება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები, აქტივების მმართველი კომპანია უფლებამოსილია განკარგოს აქტივები და განახორციელოს მათგან გამომდინარე უფლებები საკუთარი სახელით. უფლების სრული მინდობის შემთხვევაში, როცა აქტივები ფორმალურად აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთრებაშია, აღნიშნული ისედაც ნათელია; განკარგვის უფლებამოსილება ამ შემთხვევაში გამომდინარეობს მისი როგორც მესაკუთრის პოზიციიდან.⁴⁰² კანონისმიერ რეგულირებას მნიშვნელობა ენიჭება იმ შემთხვევაში, როცა ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები იმყოფება ინვესტორების საერთო საკუთრებაში და ამდენად, საკუთრების უფლება და მისგან გამომდინარე მართვისა და განკარგვის უფლებამოსილება სხვადასხვა სუბიექტს ეკუთვნის.⁴⁰³ სამეცნიერო ლიტერატურაში ჩამოყალიბებული მოსაზრების თანახმად, კანონში ასეთი ჩანაწერის გარეშე, საჭირო იქნებოდა თითოეულ შემთხვევაში ინვესტორების მიერ გარიგებისმიერი განკარგვის უფლებამოსილების მინიჭება, რაც სამოქალაქო სამართლის ზოგადი წესების თანახმად, გარკვეული წინაპირობების არსებობის შემთხვევაში შეცილებადი შეიძლება ყოფილიყო.⁴⁰⁴ ამდენად, ის წარმოადგენს განკარგვის უფლებამოსილების მინიჭების კანონისმიერ შემთხვევას.⁴⁰⁵

⁴⁰¹ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 6; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 17; *Herrler*, Palandt (Hrsg.), BGB, § 903 Rn. 34; *რუსიაშვილი*, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ კომენტარი, მუხლი 724 ველი 17.

⁴⁰² *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 31 InvG Rn. 5; *Moroni*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 93 Rn. 4; *Fürbaß*, Das Investmentsondervermögen, 114 f.; *Anders*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 3; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 3; *Baur*, Investmentgesetze § 9 KAGG Rn. 3.

⁴⁰³ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 31 InvG Rn. 6; *Moroni*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 93 Rn. 4; *Anders*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 3; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 3.

⁴⁰⁴ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 31 InvG Rn. 6; *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 3.

⁴⁰⁵ Ermächtigungstreuhand, § 185 BGB - *Anders*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 3; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 93 Rn. 10; *Moroni*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 93 Rn. 4; *Scherer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 9 KAGG Rn. 7.

მიუხედავად გერმანულ სამართალში არსებული ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივების სანივთოსამართლებრივი კუთვნილების ორი ალტერნატივის არსებობისა და მათი სამოქალაქოსამართლებრივი კვალიფიკაციისა, აქტივების მმართველი კომპანია კანონის ძალით არის უფლებამოსილი შეუზღუდავად მართოს აქტივები გარე ურთიერთობაში.⁴⁰⁶ ორივე ალტერნატივის შემთხვევაში, აქტივების მმართველი კომპანია ექვემდებარება თანაბარ ფიდუციურ ვალდებულებებს.⁴⁰⁷ საკანონმდებლო რეგულაციების გავლენით, ისინი ფაქტობრივად ერთგვაროვან მინდობით ურთიერთობად ჩამოყალიბდნენ, სადაც არსებითი საკითხები ანალოგიურად წესრიგდება.⁴⁰⁸

მნიშვნელოვანია განისაზღვროს საინვესტიციო ხელშეკრულების სამართლებრივი ბუნება ასევე ქართულ სამართალში, რაც აქტივების მმართველი კომპანიის სამართლებრივი პოზიციის განსაზღვრაში დაგვეხმარება. საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები შეიძლება იყოს მხოლოდ ინვესტორების საერთო საკუთრება.⁴⁰⁹ გერმანული სამართლის გადაწყვეტის ანალოგიურად, მარტივად შეგვეძლო გვეთქვა, რომ ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის ურთიერთობა წარმოადგენს განკარგვის უფლებამოსილების მინდობას (Ermächtigungstreuhand), თუმცა ეს საკითხი დამატებით მსჯელობას საჭიროებს.

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-4 პუნქტის თანახმად, ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს „მართავს და წარმოადგენს შესაბამისი უფლებამოსილების მქონე აქტივების მმართველი კომპანია.“ ამდენად, ქართული კანონმდებლობა სიტყვით „წარმოადგენს“ მიანიშნებს აქტივების მმართველი კომპანიის წარმომადგენლობით უფლებამოსილებაზე, თუმცა არ ითვალისწინებს იმ გარემოებას, რომ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა და არ არის უფლებაუნარიანი.⁴¹⁰ ზოგადი სამოქალაქოსამართლებრივი პრინციპებიდან გამომდინარე, აქტივების მმართველი

⁴⁰⁶ § 93 Abs. 1 KAGB; *Moroni*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 92 Rn. 12.

⁴⁰⁷ *Moroni*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 92 Rn. 12; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 5.

⁴⁰⁸ *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 17.

⁴⁰⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის პირველი პუნქტის პირველი წინადადება.

⁴¹⁰ აღნიშნულთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.4.1.1.1.1.

კომპანია ვერ იქნება სამართალსუბიექტობის არმქონე ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის წარმომადგენელი და ამდენად, არამართებულად უნდა მივიჩნიოთ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის თითოეული ჩანაწერი, რომლის მიხედვით, აქტივების მმართველი კომპანია მოქმედებს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის სახელით.⁴¹¹

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი როგორც სახელშეკრულებო სქემა წარმოიშობა აქტივების მმართველ კომპანიასა და ცალკეულ ინვესტორს შორის გაფორმებული საინვესტიციო ხელშეკრულებების საფუძველზე, შესაბამისად, ამ ხელშეკრულების სამართლებრივი კვალიფიკაციის მიხედვით, აქტივების მმართველი კომპანია მესამე პირებთან ურთიერთობაში შეიძლება მოქმედებდეს ინვესტორების სახელით როგორც მათი წარმომადგენელი ან საკუთარი სახელით როგორც მინდობილი მესაკუთრე. პირველი ალტერნატივა არ უნდა იყოს შესაბამისობაში კანონმდებლის ნებასთან, ვინაიდან ის წინააღმდეგობაში მოდის „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-5 პუნქტთან, რომელიც გამორიცხავს ინვესტორის პერსონალურ პასუხისმგებლობას აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისთვის ნაკისრი ვალდებულებებისთვის. წარმომადგენლის მიერ თავისი უფლებამოსილების ფარგლებში დადებული გარიგებით კი უფლებები და მოვალეობები წარმოეშობოდა წარმოდგენილ პირს, ამ შემთხვევაში - ინვესტორს (სსკ-ის 104-ე მუხლის პირველი ნაწილი). აღნიშნულის თავიდან არიდების მიზნით გერმანიის კანონმდებლობა პირდაპირ გამორიცხავს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ინვესტორების სახელით ვალდებულებების აღების შესაძლებლობას და შესაბამისად, მის წარმომადგენლობით უფლებამოსილებას.⁴¹²

ინვესტორისა და აქტივების მმართველი კომპანიის ურთიერთობა, რომლის შინაარსიც მეტწილად კანონმდებლობით არის განსაზღვრული, მნიშვნელოვნად ცდება წარმომადგენლობის შინაარსს და კანონმდებლისთვის გაცნობიერებულად თუ გაუცნობიერებლად, საკუთრების მინდობისთვის დამახასიათებელ ძირითად ნიშნებს შეიცავს. კანონმდებლობით განსაზღვრული ფიდუციური ვალდებულებები -

⁴¹¹ მაგ., „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-17 მუხლის პირველი პუნქტი, 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ლ“ ქვეპუნქტი და სხვა.

⁴¹² § 93 Abs. 2 S. 2 KAGB.

გულისხმიერების და ერთგულების ვალდებულებების მასშტაბი, რაც აქტივების მმართველ კომპანიას ავალდებულებს იმოქმედოს მხოლოდ ინვესტორების საუკეთესო ინტერესების სასარგებლოდ,⁴¹³ მხოლოდ საკუთრების მინდობის ურთიერთობასთან შეიძლება იყოს შესაძარი. ⁴¹⁴ მიუხედავად იმისა, რომ საინვესტიციო ფონდის აქტივები ინვესტორების საერთო საკუთრებაში რჩება, აქტივების მმართველ კომპანიას მინიჭებული აქვს მათი მართვისა და განკარგვის სრული უფლებამოსილება, მათ შორის საპროცესო უფლებამოსილება, რაც გულისხმობს ინვესტორის ინტერესებიდან გამომდინარე სარჩელის აღძვრის უფლებამოსილებას მესამე პირების, მათ შორის, სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ. ⁴¹⁵ მეტიც, ამ ურთიერთობის თავისებურებას წარმოადგენს ის, რომ ინვესტორი არ არის უფლებამოსილი მისცეს მითითებები აქტივების მმართველ კომპანიას და ამ უკანასკნელს არ გააჩნია რაიმე მითითების შესრულების ვალდებულება. ⁴¹⁶ ინვესტორებს მხოლოდ „ფორმალური საკუთრების უფლება“ გააჩნიათ. ⁴¹⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი პირდაპირ განსაზღვრავს, რომ ინვესტორებს კოლექტიურად არ გააჩნიათ მართვის განხორციელების ან გადაწყვეტილების მიღების უფლება. ამდენად, აქტივების მმართველ კომპანიასა და ინვესტორს შორის ურთიერთობა წარმოადგენს გერმანული კანონმდებლობით განსაზღვრული განკარგვის უფლებამოსილების მინდობის (Ermächtigungstreuhand) ანალოგს.

ქართულ სამეცნიერო ლიტერატურაში ჩამოყალიბებული მოსაზრების თანახმად, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 724-ე და მომდევნო მუხლებით გათვალისწინებული საკუთრების მინდობის ურთიერთობა მოიცავს მხოლოდ უფლების სრულ მინდობას (Vollrechtstreuhand) და არ მოიცავს განკარგვის უფლებამოსილების მინდობას (Ermächtigungstreuhand). ⁴¹⁸ თუმცა აქტივების

⁴¹³ აქტივების მმართველი კომპანიის ფიდუციურ ვალდებულებებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.2.2.1.

⁴¹⁴ *Dehio*, Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust? 222.

⁴¹⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ლ“ ქვეპუნქტი; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 31 InvG Rn. 6.

⁴¹⁶ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 222; *Glander/Mayr*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, §§ 92 Rn. 10, 162 Rn. 19.

⁴¹⁷ აღნიშნულთან დაკავშირებით დაწვრილებით იხ. დისერტაციის თავი 1.4.1.1.2.

⁴¹⁸ *რუსიაშვილი*, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ კომენტარი, მუხლი 724 ველი 33, 38, მუხლი 725 ველი 6.

მმართველ კომპანიასა და ინვესტორებს შორის ურთიერთობა კანონმდებლობით იმ ფორმით არის ტიპიზირებული და სტანდარტიზებული, რომ მინდობითი ურთიერთობის ეს ფორმა ფაქტობრივად არ განსხვავდება უფლების სრული მინდობისაგან.⁴¹⁹ კანონის ძალით, აქტივების მმართველი კომპანიის უფლებამოსილება შეუზღუდავია მესამე პირებთან ურთიერთობაში, როგორც ეს მინდობილი მესაკუთრის შემთხვევაშია. ამდენად, ეს ურთიერთობა უნდა დაკვალიფიცირდეს მოდიფიცირებულ საკუთრების მინდობად და მასზე უნდა გავრცელდეს საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 724-ე და მომდევნო მუხლები, რამდენადაც საინვესტიციო ფონდების მომწესრიგებელი კანონმდებლობა სპეციალურ წესებს არ შეიცავს⁴²⁰ და სამოქალაქოსამართლებრივი ნორმები შესაბამისობაში მოდიან საინვესტიციო ხელშეკრულების თავისებურებებთან.⁴²¹

ამდენად, მართებული იქნებოდა, თუ საქართველოს კანონმდებლობა გაითვალისწინებდა, რომ აქტივების მმართველი კომპანია ინვესტორების საერთო საკუთრებაში არსებულ კოლექტიურ საინვესტიციო სქემას - ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს - უნდა მართავდეს საკუთარი სახელით, ინვესტორების საერთო ინტერესებისთვის. აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საკუთარი სახელით მოქმედება და შესაბამისად, უფლებებისა და ვალდებულებების საკუთარი სახელით აღება მნიშვნელოვანია ასევე ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში პასუხისმგებლობის გამიჯვნის პრინციპის უზრუნველსაყოფად.⁴²²

აღსანიშნავია, რომ პირველი საინვესტიციო ფონდები სწორედ ტრასტის, იგივე საკუთრების მინდობის ფორმით ჩამოყალიბდა⁴²³ და ის დღემდე არაერთ ქვეყანაში საინვესტიციო ფონდის გავრცელებული ფორმაა, ვინაიდან მისი კონსტრუქცია უზრუნველყოფს ინვესტორის დაცვას განსაკუთრებით მაღალი ხარისხით.

⁴¹⁹ *Nietsch*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, §§ 92 Rn. 17, 93 Rn. 3; *Anders*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 3 f.

⁴²⁰ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 7.

⁴²¹ *Rozok*, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 43 Rn. 17.

⁴²² ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში პასუხისმგებლობის გამიჯვნასთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.3.1.2.

⁴²³ საინვესტიციო ფონდების ისტორიულ განვითარებაზე იხ. დისერტაციის თავი 1.1.

3.1.2.1.1.2. სადამფუძნებლო დოკუმენტი

საინვესტიციო ხელშეკრულების დადებისთანავე მისი შემადგენელი ნაწილი ხდება და მის შინაარსს არსებითად განსაზღვრავს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის წესები,⁴²⁴ რომელიც მუდმივად ხელმისაწვდომია ინვესტორებისათვის და რომელსაც საქართველოს კანონი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ სადამფუძნებლო დოკუმენტს უწოდებს.⁴²⁵ სადამფუძნებლო დოკუმენტი წარმოადგენს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ცალმხრივად წინასწარ ჩამოყალიბებულ და საზედამხედველო ორგანოსთან შეთანხმებულ ზოგად საინვესტიციო პირობებს, რომელიც ძირითადად განსაზღვრავს საინვესტიციო ფონდის მართვისა და ადმინისტრირების წესებს, საინვესტიციო მიზნებსა და ერთეულების შეთავაზების პირობებს,⁴²⁶ და მოქმედებს ფონდის ყველა ინვესტორისთვის თანაბრად.⁴²⁷ ამდენად, სამოქალაქოსამართლებრივი კვალიფიკაციის თანახმად, სადამფუძნებლო დოკუმენტი შეიცავს მრავალი ხელშეკრულებისთვის წინასწარ ჩამოყალიბებულ სტანდარტულ პირობებს საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 342-ე და მომდევნო მუხლების შესაბამისად. თუმცა მნიშვნელოვნად შეზღუდულია ამ პირობების სამოქალაქოსამართლებრივი კონტროლის ფარგლები, ვინაიდან მათი მეშვეობით უმეტესწილად ხდება არა კანონით დადგენილი ნორმებისაგან განსხვავებული წესების დადგენა,⁴²⁸ არამედ, მათი შინაარსი პირდაპირ გამომდინარეობს საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობიდან.⁴²⁹ გარდა ამისა, ინვესტორის დაცვის მიზნებიდან გამომდინარე, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ერთეულების

⁴²⁴ *Bachmann/Kunschke*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, § 162 KAGB Rn. 20; *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 16.

⁴²⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის 3^o ქვეპუნქტი.

⁴²⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის პირველი პუნქტი.

⁴²⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-9 მუხლის პირველი პუნქტის პირველი წინადადება; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 162 Rn. 18; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 162 KAGB Rn. 20.

⁴²⁸ იხ. საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 342-ე მუხლის პირველი ნაწილი, რომლის მიხედვით, ხელშეკრულების სტანდარტული პირობებით უნდა მოხდეს კანონით დადგენილი ნორმებისაგან განსხვავებული ან მათი შემცვენი წესების დადგენა.

⁴²⁹ *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 22; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 162 KAGB Rn. 20; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch, (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 162 Rn. 21; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 12.

ინვესტორებისთვის შეთავაზებამდე, სადამფუძნებლო დოკუმენტი ექვემდებარება საზედამხედველო ორგანოს დეტალურ კონტროლს. აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ სხვა სავალდებულო დოკუმენტებთან ერთად წარდგენილი სადამფუძნებლო დოკუმენტის საზედამხედველო ორგანოს მიერ დამტკიცება წარმოადგენს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის წინაპირობას.⁴³⁰ ამდენად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის წესების კონტროლის მაღალი სტანდარტიდან გამომდინარე, მათი ქმედითობის კითხვის ნიშნის ქვეშ დაყენება იშვიათ შემთხვევებში, მხოლოდ მნიშვნელოვანი საფუძვლებიდან გამომდინარე შეიძლება მოხდეს.⁴³¹

სადამფუძნებლო დოკუმენტი მუდმივად ხელმისაწვდომი უნდა იყოს ინვესტორებისათვის. აღნიშნულის უზრუნველყოფის მიზნით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-5 პუნქტი განსაზღვრავს, რომ სადამფუძნებლო დოკუმენტი წარმოადგენს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის პროსპექტის განუყოფელ ნაწილს და თან უნდა ერთვოდეს მას; თანდართვა სავალდებულო არ არის, თუ ინვესტორისთვის ცნობილია, რომ მას მოთხოვნის შემთხვევაში გაეგზავნება სადამფუძნებლო დოკუმენტი ან ეცნობება ადგილის შესახებ, სადაც ექნება მას ამ დოკუმენტის გაცნობის შესაძლებლობა.

ქვემოთ წარმოდგენილია სადამფუძნებლო დოკუმენტის მინიმალური შინაარსი, საზედამხედველო ორგანოს მიერ მისი კონტროლის ფარგლები და მასში ცვლილებების განხორციელების კანონმდებლობით განსაზღვრული პირობები.

3.1.2.1.1.2.1. სადამფუძნებლო დოკუმენტის მინიმალური შინაარსი

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის წესები, იგივე სადამფუძნებლო დოკუმენტი, ადგენს საინვესტიციო ფონდის მართვისა და ადმინისტრირების წესებს.⁴³² ამასთან, კანონმდებლობა ჩამოთვლის მასში გასათვალისწინებელ მინიმალურ მონაცემებს. საინვესტიციო ფონდის ტიპისა (UCITS თუ AIF, ღია თუ

⁴³⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 2 sentence 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 163 Abs. 1 S. 1 KAGB.

⁴³¹ *Glander/Mayr, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 22.*

⁴³² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის პირველი პუნქტი.

დახურული, დამოუკიდებელი თუ ქოლგისებრი, ინვესტიციის მიმღები თუ ინვესტორი ფონდი) და სახელწოდების გარდა, წარმოდგენილი უნდა იყოს: საინვესტიციო პოლიტიკის/სტრატეგიის აღწერა იმის მითითებით, თუ რომელ აქტივებში განახორციელებს ინვესტიციას საინვესტიციო ფონდი და რომელია სამიზნე ინვესტორთა ჯგუფი; ინფორმაცია ერთეულებთან დაკავშირებულ უფლება-მოვალეობებთან დაკავშირებით; საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდაციის წესი და პროცედურა; აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის ჩანაცვლების პირობები და ასეთ შემთხვევაში, ინვესტორთა დაცვის გარანტიები; საინვესტიციო ფონდში ცვლილებების შეტანის პროცედურა; ინფორმაცია იმ ანაზღაურებისა და ხარჯების შესახებ, რომელთა გადახდა შეიძლება დააკისროს აქტივების მმართველმა კომპანიამ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს, აგრეთვე, ამ ანაზღაურების გაანგარიშების მეთოდი; ერთეულების გამოსყიდვის პროცედურა და პირობები, ასევე საინვესტიციო ფონდის აქტივების ღირებულების შეფასების მეთოდოლოგია. ⁴³³ UCITS-ის დირექტივიდან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია სადამფუძნებლო დოკუმენტი შეიცავდეს ასევე მონაცემებს საინვესტიციო ფონდის მოგების განსაზღვრისა და გამოყენების წესებისა და ერთეულების გამოშვების/განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასების განსაზღვრის შესახებ.⁴³⁴

მონაცემების ჩამოთვლის გარდა, კანონმდებლობა არ აკონკრეტებს მათდამი შინაარსობრივ მოთხოვნებს ან მათი მოცულობის და გამოსახვის ფორმის მასშტაბებს. გასათვალისწინებელია გერმანიაში დამკვიდრებული პრაქტიკა, რომლის თანახმად, სადამფუძნებლო დოკუმენტის დებულებები შეძლებისდაგვარად ფართოდ უნდა იყოს ფორმულირებული, რათა აქტივების მმართველ კომპანიას დარჩეს გარკვეული სამოქმედო სივრცე სადამფუძნებლო დოკუმენტში ცვლილებების შეტანის საჭიროების გარეშე. ⁴³⁵ მიიჩნევა, რომ დეტალური და კონკრეტიზებული სადამფუძნებლო დოკუმენტი შეუსაბამოდ შეზღუდავს აქტივების მმართველი კომპანიის მოქმედების თავისუფლებას წინასწარ გაუთვალისწინებადი

⁴³³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-3-5 პუნქტები; § 162 Abs. 2 KAGB.

⁴³⁴ Art. 85 and 86 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁴³⁵ *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 162 Rn. 35; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehusen (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 43 InvG Rn. 42; *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), *KAGB*, § 162 Rn. 50; *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), *KAGB*, § 162 Rn. 43.

სამართლებრივი ან ფაქტობრივი გარემოებების ცვლილებისას.⁴³⁶ ასე მაგალითად, სადამფუძნებლო დოკუმენტში წარმოდგენილი უნდა იყოს დაგეგმილი საინვესტიციო პოლიტიკის/სტრატეგიის მხოლოდ ძირითადი, საორიენტაციო მახასიათებლები და პრინციპები, რომლის მიხედვითაც უნდა შეირჩეს აქტივები, რომელშიც საინვესტიციო ფონდი განახორციელებს ინვესტიციას.⁴³⁷ მაგ., UCITS-ის შემთხვევაში საკმარისი იქნება მითითება იმის თაობაზე, რომ მას უფლება აქვს განახორციელოს ინვესტიცია კანონმდებლობით დაშვებულ აქტივებსა და ფინანსურ ინსტრუმენტებში. ინვესტორის დაცვის მიზნებიდან გამომდინარე, სადამფუძნებლო დოკუმენტის ფართოდ ფორმულირებული დებულებების კონკრეტიზება უნდა მოხდეს პროსპექტის მეშვეობით, რაც პრაქტიკულ გადაწყვეტად მიიჩნევა, ვინაიდან გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, სადამფუძნებლო დოკუმენტისგან განსხვავებით პროსპექტი საზედამხედველო ორგანოს მკაცრ კონტროლს არ ექვემდებარება და მისი ცვლილება ნაკლებ დროსთან და ფულად რესურსთან არის დაკავშირებული.⁴³⁸ გამომდინარე იქედან, რომ ინვესტორი საინვესტიციო გადაწყვეტილებას სწორედ პროსპექტის საფუძველზე იღებს, ასეთი მიდგომა გამართლებულია.⁴³⁹ მიზანშეწონილია ანალოგიური მიდგომის დამკვიდრება ქართულ სამართალშიც.⁴⁴⁰

პრაქტიკული თვალსაზრისით, მიზანშეწონილია ასევე გერმანიის მაგალითის გათვალისწინება და უფლებამოსილი სახელმწიფო ორგანოების მიერ სანიმუშო სადამფუძნებლო დოკუმენტის როგორც საორიენტაციო დოკუმენტის შემუშავება.⁴⁴¹ სანიმუშო სადამფუძნებლო დოკუმენტის გამოყენება ხელს შეუწყობს საზედამხედველო ორგანოს მიერ ფონდის ავტორიზაციის თაობაზე გადაწყვეტილების მიღების პროცესის დაჩქარებას და ამავდროულად, ერთგვაროვანი

⁴³⁶ *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 43, 47; *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 55.

⁴³⁷ *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 162 Rn. 37 f.

⁴³⁸ *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 162 Rn. 35; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 42; *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 44.

⁴³⁹ *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 162 Rn. 35.

⁴⁴⁰ საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად პროსპექტისა და მასში შეტანილი ცვლილებების საზედამხედველო ორგანოს მიერ კონტროლის თაობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.5.1.4.

⁴⁴¹ იხ. <https://www.bvi.de/service/muster-und-arbeitshilfen/kapitalanlagegesetzbuch-muster-anlagebedingungen/> [ბოლო ვიზიტის თარიღი: 07.05.2023].

აგებულების დამკვიდრებით გაიზრდება გამჭვირვალობის ხარისხი ინვესტორებისთვის.⁴⁴²

სადამფუძნებლო დოკუმენტის დებულებები წარმოდგენილი უნდა იყოს გასაგები ფორმით, რათა საშუალო ინვესტორს ჰქონდეს მათი გაგების შესაძლებლობა.⁴⁴³

3.1.2.1.1.2.2. სადამფუძნებლო დოკუმენტის კონტროლი საზედამხედველო ორგანოს მიერ

საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის ერთ-ერთ წინაპირობას წარმოადგენს საზედამხედველო ორგანოს მიერ სადამფუძნებლო დოკუმენტის შესაბამისობის დადგენა „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონისა და მის საფუძველზე გამოცემული სამართლებრივი აქტების მოთხოვნებთან.⁴⁴⁴ აღნიშნული წარმოადგენს ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან ღონისძიებას, რამდენადაც საზედამხედველო ორგანო კონკრეტულ საინვესტიციო ფონდთან მიმართებით აკონტროლებს სადამფუძნებლო დოკუმენტის შინაარსს და უზრუნველყოფს საინვესტიციო ფონდის მარეგულირებელი კანონმდებლობის მოთხოვნების დაცვას.⁴⁴⁵ აღნიშნული უპირატესად მიზნად ისახავს საინვესტიციო პირობების რისკის შემცირებას.⁴⁴⁶

სადამფუძნებლო დოკუმენტის კონტროლი ხორციელდება საკმაოდ ფართო ფარგლებში „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტის გათვალისწინებით. საზედამხედველო ორგანომ უნდა შეამოწმოს სადამფუძნებლო დოკუმენტის როგორც ფორმალური, ასევე მატერიალური დასაშვებობა, რაც გულისხმობს მისი დებულებების შინაარსობრივი

⁴⁴² *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 49; *Bachmann/Kunschke*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 162 KAGB Rn. 30.

⁴⁴³ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 40.

⁴⁴⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი, მე-16 მუხლის პირველი პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; „საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-4 მუხლის მე-3 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 163 Abs. 1 S. 1 KAGB.

⁴⁴⁵ *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 4; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.) Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 163 KAGB Rn. 9.

⁴⁴⁶ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 200.

შესაბამისობის შემოწმებას საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელ კანონმდებლობასა და სხვა სამართლებრივ აქტებთან.⁴⁴⁷ ამ უკანასკნელში იგულისხმება ნებისმიერი საკანონმდებლო ან კანონქვემდებარე ნორმატიული აქტის დებულება ან დადგენილი წესი.⁴⁴⁸ ამდენად, საზედამხედველო ორგანომ უნდა განახორციელოს სადამფუძნებლო დოკუმენტის კონტროლი ნებისმიერ საჯაროსამართლებრივ, სამოქალაქოსამართლებრივ და ასევე სისხლისსამართლებრივ ნორმებთან მიმართებით, თუმცა ძირითადად ყურადღება უნდა მიექცეს ნორმებს, რომლებსაც უშუალო შემხებლობა აქვთ სადამფუძნებლო დოკუმენტთან და საინვესტიციო ფონდების სამართალთან, მაგ., ნორმები ხელშეკრულების სტანდარტული პირობების შესახებ, პერსონალურ მონაცემთა დაცვის სამართლის ნორმები და სხვა.⁴⁴⁹

სადამფუძნებლო დოკუმენტის დებულებების კონტროლის დამატებით მასშტაბს ითვალისწინებს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-2 პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი, რომლის მიხედვით, სადამფუძნებლო დოკუმენტი არ უნდა შეიცავდეს დებულებას, რომელიც აშკარად არასამართლიანია ინვესტორის ინტერესებთან მიმართებით. ანალოგიურ მიდგომას ითვალისწინებდა გერმანიის 2004 წლამდე მოქმედი საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონი, რომლის თანახმად, საზედამხედველო ორგანო მხოლოდ იმ შემთხვევაში დაამტკიცებდა სადამფუძნებლო დოკუმენტს, თუ ის შესაბამისობაში იქნებოდა კანონმდებლობის დებულებებთან და საკმარისად იცავდა ინვესტორის ინტერესებს.⁴⁵⁰ თუმცა, გერმანელმა კანონმდებელმა უარი თქვა სადამფუძნებლო დოკუმენტის დებულებების მიზანშეწონილობის შეფასებაზე ინვესტორის ინტერესებთან მიმართებით (Zweckmäßigkeitsskontrolle) და მოქმედი რედაქციით შემოიფარგლება მხოლოდ სამართლებრივ მოთხოვნებთან შესაბამისობის კონტროლით

⁴⁴⁷ *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 23; *Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher* (Hrsg.), InvG, § 43 Rn. 41; *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 163 KAGB Rn. 26; *Glander/Mayr, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 16.

⁴⁴⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი.

⁴⁴⁹ *Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher* (Hrsg.), InvG, § 43 Rn. 51 f.; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 23.

⁴⁵⁰ § 15 Abs. 2 S. 2 KAGG.

(Rechtmäßigkeitsskontrolle).⁴⁵¹ აღნიშნული დასაბუთდა არგუმენტით, რომ მიზანშეწონილობის კონტროლით საზედამხედველო ორგანო დაუშვებლად ჩაერევა აქტივების მმართველი კომპანიის ექსკლუზიურ უფლებამოსილებაში, მართოს საინვესტიციო ფონდი.⁴⁵²

მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ქართული სამართალიც ფრთხილად უდგება სადამფუძნებლო დოკუმენტის დებულებების მიზანშეწონილობის კონტროლის საკითხს. საზედამხედველო ორგანოს მხოლოდ იმ შემთხვევაში შეუძლია განაცხადოს უარი სადამფუძნებლო დოკუმენტის დამტკიცებაზე და შესაბამისად, საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციაზე, თუ ის აშკარად არასამართლიანია ზოგადად ინვესტორის ინტერესებთან მიმართებით. ამდენად, ინვესტორის ინტერესების დარღვევა თვალსაჩინო უნდა იყოს. შედეგად, ქართული სამართალი ითვალისწინებს სადამფუძნებლო დოკუმენტის დებულებების მიზანშეწონილობის შეზღუდულ კონტროლს, რაც დადებითად უნდა შეფასდეს ინვესტორის ინტერესების დაცვიდან გამომდინარე.

3.1.2.1.1.2.3. სადამფუძნებლო დოკუმენტის ცვლილება

სადამფუძნებლო დოკუმენტში ცვლილებების განხორციელება ასევე საჭიროებს საზედამხედველო ორგანოს წინასწარ თანხმობას.⁴⁵³ აღსანიშნავია, რომ საზედამხედველო ორგანოს მიერ გაცემული თანხმობა შეეხება მხოლოდ მასსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის არსებულ ადმინისტრაციულსამართლებრივ ურთიერთობას.⁴⁵⁴ ხოლო ინვესტორების მიმართ სამოქალაქოსამართლებრივი ქმედითობისთვის, როგორც წესი, საჭიროა ასევე მათი როგორც ხელშეკრულების

⁴⁵¹ *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 17; *Rozok*, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 43 Rn. 42; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.) Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 163 Rn. 24; *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 14.

⁴⁵² *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 17; *Rozok*, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 43 Rn. 42.

⁴⁵³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-6 პუნქტი; Art. 5 para. 6 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 163 Abs. 1, 3, 4 KAGB.

⁴⁵⁴ *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 31; *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 26.

მხარის თანხმობა ამ ცვლილებებზე.⁴⁵⁵ თუმცა გასათვალისწინებელია, რომ სადამფუძნებლო დოკუმენტი ყველა ინვესტორის მიმართ ერთნაირ რეგულაციებს უნდა შეიცავდეს; გარდა ამისა, თითოეულ ინვესტორთან ინდივიდუალური შეთანხმების მიღწევა პრაქტიკულად შეუძლებელი იქნებოდა.⁴⁵⁶ შესაბამისად, პრაქტიკული საჭიროებიდან გამომდინარე, სამოქალაქოსამართლებრივი ქმედითობისთვის საკმარისად უნდა მივიჩნიოთ ინვესტორებისთვის ამ ცვლილებების შესახებ ინფორმაციის მიწოდება, რათა მათ ჰქონდეთ შესაბამისი რეაგირების საშუალება, რაც გულისხმობს გადაწყვეტილების მიღებას საინვესტიციო ფონდში დარჩენის თუ საინვესტიციო ფონდიდან გასვლის შესახებ. აღნიშნულთან შესაბამისად, საზედამხედველო ორგანოსგან თანხმობის მიღების შემდეგ გათვალისწინებულია ცვლილებების ინვესტორთათვის შეტყობინების ორი ალტერნატივა: (1) მათი საჯაროდ გამოქვეყნების გზით; ასეთ შემთხვევაში ცვლილებები ძალაში შედის მათი გამოქვეყნებიდან არაუადრეს 2 თვისა; (2) ან ყველა ინვესტორისათვის ხანგრძლივი მატარებლის საშუალებით მიწოდების გზით; ასეთ შემთხვევაში ცვლილებები ძალაში შეიძლება შევიდეს მათი ყველა ინვესტორისათვის შეტყობინებიდან არაუადრეს 30 დღის გასვლისა.⁴⁵⁷

საინტერესოა ამ თვალსაზრისით გერმანული კანონმდებლობის მიმოხილვა, რომელიც დამატებით რეგულაციებს ითვალისწინებს ინვესტორის ინტერესების დაცვის მიზნით. თუ სადამფუძნებლო დოკუმენტის ცვლილება ეხება აქტივების მმართველი კომპანიისთვის, სპეციალიზებული დეპოზიტარისთვის თუ მესამე პირებისთვის გადასახდელი საკომისიოებისა და ხარჯების ოდენობას ან მათი დაანგარიშების მეთოდს ან ინვესტორის არსებით უფლებებს, რაც ნეგატიურ გავლენას ახდენს ინვესტორის ინტერესებზე, ან თავდაპირველად განსაზღვრულ ძირითად საინვესტიციო პრინციპებს, გასაჯაროებასთან ერთად ინვესტორებს დამატებით

⁴⁵⁵ *Lorenz, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 111 Rn. 8; Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 39.*

⁴⁵⁶ *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 39; Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 43 Rn. 65.* აღნიშნულიდან გამომდინარე, გერმანიაში შემუშავებული სანიმუშო სადამფუძნებლო დოკუმენტი შეიცავს დათქმას, რომლის მიხედვით, აქტივების მმართველ კომპანიას ენიჭება სადამფუძნებლო დოკუმენტში ცალმხრივად ცვლილებების განხორციელების უფლება [§ 22 Abs. 1 des Musters des BVI. ვრცლად იხ. *Lorenz, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 111 Rn. 8; Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 39; Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 43 Rn. 66 f.*].

⁴⁵⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-6 პუნქტი; § 163 Abs. 4 S. 1 KAGB.

ხანგრძლივი მატარებლის მეშვეობით უნდა მიეწოდოთ განსახორციელებელი ცვლილებების ძირითადი შინაარსი და მათი საჭიროების დასაბუთება მარტივად გასაგები ფორმით, ასევე უნდა ეცნობოთ, სად და როგორ შეუძლიათ მოიპოვონ დამატებითი ინფორმაცია ცვლილებების თაობაზე.⁴⁵⁸ ცვლილებებისას, რომლებიც არ არიან შესაბამისობაში თავდაპირველად განსაზღვრულ საინვესტიციო პრინციპებთან, ⁴⁵⁹ აქტივების მმართველმა კომპანიამ ინვესტორებს ასევე უნდა შესთავაზოს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვა ყოველგვარი საკომისიოების გარეშე ან თუ შესაძლებელია, მათი გადაცვლა სხვა საინვესტიციო ფონდის ერთეულებში, რომლის საინვესტიციო პრინციპები შესაბამისობაშია თავდაპირველად განსაზღვრულ საინვესტიციო პრინციპებთან, ასევე ყოველგვარი დამატებითი ხარჯების გაღების გარეშე.⁴⁶⁰

ამდენად, გერმანული სამართალი ითვალისწინებს დიფერენცირებულ მიდგომას ცვლილების შინაარსის მიხედვით. თუ ცვლილება ინვესტორისთვის უარყოფითი ზეგავლენის მომტანი იქნება, მოთხოვნილია აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ დამატებითი ღონისძიებების განხორციელება ინვესტორის ინტერესების დასაცავად და ამდენად, შემოთავაზებულია დაცვის უფრო მაღალი სტანდარტი. მიზანშეწონილია, მსგავსი შინაარსის რეგულაციები ვიხილოთ ასევე ქართულ კანონმდებლობაში, რათა გაიზარდოს ინვესტორის დაცვის ხარისხი.

აღსანიშნავია ასევე, რომ გერმანული კანონმდებლობა ქართული კანონმდებლობისგან განსხვავებით ცვლილებების ძალაში შესვლის შედარებით მოკლე ვადებს ითვალისწინებს. როცა ცვლილებები ეხება აქტივების მმართველი კომპანიისა და სხვა მესამე პირებისთვის გადასახდელი საკომისიოებისა და ხარჯების

⁴⁵⁸ § 163 Abs. 4 KAGB.

⁴⁵⁹ კანონმდებლობა საინვესტიციო პრინციპების განმარტებას არ შეიცავს, თუმცა ლიტერატურაში გავრცელებული მოსაზრების თანახმად, ის ფართოდ უნდა განიმარტოს. მასში ძირითადად მოიაზრება საინვესტიციო ფონდისთვის ნებადართულ აქტივებსა და საინვესტიციო ზღვრებთან, პორტფელის დივერსიფიკაციასთან, სესხის აღებასთან დაკავშირებული წესების ცვლილება და სხვა. ამ ცვლილებების შედეგად არსებითად უნდა იცვლებოდეს საინვესტიციო ფონდის რისკის პროფილი, რაც ზოგადი ეკონომიკური შეფასებით, შესაძლოა უარყოფითი შედეგების მომტანი იყოს საშუალო ინვესტორებისთვის. საინვესტიციო მიზანი (მაგ., მოგების სისტემატურად განაწილება თუ ფონდის მოცულობის ზრდა) და საინვესტიციო პოლიტიკა (მაგ., რაოდენობრივი მეთოდების ცვლილება) არ მიეკუთვნება საინვესტიციო პრინციპებს, არამედ მათ ლოგიკურად ავსებს [*Glander/Mayr, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 29 f.; Polifke, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 163 Rn. 14; Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 43 InvG Rn. 33*].

⁴⁶⁰ § 163 Abs. 3 KAGB.

ან თავდაპირველად განსაზღვრული საინვესტიციო პრინციპების ცვლილებას, ისინი ძალაში შეიძლება შევიდეს მათი გასაჯაროებიდან არაუადრეს 4 კვირისა,⁴⁶¹ ხოლო სხვა ზოგადი შინაარსის მქონე ცვლილებები - გასაჯაროებიდან მეორე დღესვე.⁴⁶² ამასთან, თუ საკომისიოებისა და ხარჯების ოდენობასთან დაკავშირებული ცვლილება ინვესტორის ინტერესებზე პირიქით დადებით გავლენას ახდენს, საზედამხედველო ორგანოს თანხმობით შეიძლება განისაზღვროს 4 კვირაზე ნაკლები ვადაც.⁴⁶³ აღნიშნულთან შედარებით, საქართველოს კანონმდებლობით განსაზღვრული ცვლილებების ძალაში შესვლის ორთვიანი ვადა უნდა შეფასდეს ზედმეტად ხანგრძლივად, რაც შეანელებს საინვესტიციო ფონდის ოპერირებასთან დაკავშირებულ პროცესებს და უარყოფითად იმოქმედებს საქართველოს როგორც საინვესტიციო ფონდების დაფუძნების ქვეყნის კონკურენტუნარიანობაზე. ამდენად, ამ მხრივაც მიზანშეწონილია დიფერენცირებული მიდგომის დანერგვა ცვლილების შინაარსის გათვალისწინებით.

3.1.2.1.2. ურთიერთობა აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის

აქტივების მმართველი კომპანია ვალდებულია მისი მართვის ქვეშე მყოფი თითოეული ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისთვის წერილობითი ხელშეკრულების საფუძველზე დანიშნოს სპეციალიზებული დეპოზიტარი.⁴⁶⁴ აღნიშნული წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის წინაპირობას.⁴⁶⁵

აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის იდება დეპოზიტარული მომსახურების ხელშეკრულება, რომელიც წარმოადგენს შერეული ტიპის ხელშეკრულებას და შედგება ფინანსური ინსტრუმენტების შენახვის,

⁴⁶¹ § 163 Abs. 3 und Abs. 4 S. 6 KAGB.

⁴⁶² § 163 Abs. 4 S. 6 KAGB.

⁴⁶³ § 163 Abs. 4 S. 7 KAGB.

⁴⁶⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 33-ე მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები; Art. 22 para. 1 and 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 68 Abs. 1 KAGB.

⁴⁶⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის პირველი მუხლის „ე“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 69 KAGB.

საბანკო მომსახურებისა და დავალების ხელშეკრულების ელემენტებისაგან.⁴⁶⁶ მხარეებს შორის შეთანხმებული ანაზღაურების სანაცვლოდ სპეციალიზებული დეპოზიტარი ძირითადად ახორციელებს საინვესტიციო ფონდის შენახვის უნარის მქონე აქტივების (ფინანსური ინსტრუმენტების) შენახვასა და შენახვის უნარის არმქონე აქტივების აღრიცხვას, საინვესტიციო ფონდის ფულადი ნაკადის მიმოქცევისა და აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლს.⁴⁶⁷ ეს ხელშეკრულება ამასთანავე უნდა აწესრიგებდეს ინფორმაციის გაცვლასთან დაკავშირებულ საკითხებს, რათა სპეციალიზებულმა დეპოზიტარმა შეძლოს კანონმდებლობისა თანახმად განსაზღვრული მისი ფუნქციების სრულყოფილად განხორციელება.⁴⁶⁸

დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ შეთანხმება წარმოადგენს კერძოსამართლებრივ ხელშეკრულებას, თუმცა მხარეები არ არიან თავისუფალი მისი შინაარსის განსაზღვრისას. სპეციალიზებული დეპოზიტარის ზემოდასახელებული ძირითადი ფუნქციები, რომლებიც კანონმდებლობით პირდაპირ არის განსაზღვრული და ემსახურებიან ინვესტორის ინტერესების დაცვას, დაუშვებელია შეცვლილი ან გამორიცხული იქნეს მხარეების შეთანხმების საფუძველზე.⁴⁶⁹ დეპოზიტარული მომსახურების ხელშეკრულების მინიმალური შინაარსი განსაზღვრულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ბრძანებით.⁴⁷⁰

⁴⁶⁶ *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 71; *Beckmann*, *Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Hrsg.), *Investment*, 405 § 68 KAGB Rn. 41; *Canaris*, *Bankvertragsrecht*, Rn. 2355; *Geibel*, *Derlender/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, § 58 Rn. 90; *Jakovou*, *Langenbacher/Bliesener/Spindler* (Hrsg.), *Bankrechts-Kommentar*, Kap. 39 Rn. 189; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), § 93 Rn. 262; *Klusak*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 68 Rn. 5; *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 71.

⁴⁶⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 22 para. 3-5 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁴⁶⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 33-ე მუხლის მე-2 პუნქტის მე-2 წინადადება; Art. 22 para. 2 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 68 Abs. 1 S. 3 KAGB.

⁴⁶⁹ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 262; *Glander/Mayr*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 92 Rn. 11; *Klusak*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 68 Rn. 5; *Geibel*, *Derlender/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, § 58 Rn. 91; *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 72.

⁴⁷⁰ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-5 მუხლის მე-2 პუნქტი.

3.1.2.1.3. ურთიერთობა ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის

პრობლემურია ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის არსებული ურთიერთობის სამართლებრივი კვალიფიკაცია, ვინაიდან მათ შორის პირდაპირი სახელშეკრულებო ურთიერთობა არ მყარდება. გერმანიაში არსებული გაბატონებული შეხედულების თანახმად, რომელსაც წინამდებარე ნაშრომიც უერთდება, ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის არსებობს საინვესტიციოსამართლებრივი კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა.⁴⁷¹ ამ ურთიერთობის შინაარსი განისაზღვრება სპეციალიზებული დეპოზიტარის ვალდებულებით დამოუკიდებლად და საკმარისი გულისხმიერებით შეასრულოს მასზე კანონმდებლობით დაკისრებული ვალდებულებები ინვესტორის ინტერესების სასარგებლოდ, რაც ძირითადად გამოიხატება საინვესტიციო ფონდის აქტივების სათანადოდ შენახვასა და აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლში.⁴⁷²

ამდენად, სპეციალიზებულ დეპოზიტარსა და ინვესტორს შორის სამართლებრივი ურთიერთობის წარმოშობა არ არის დამოკიდებული მხარეთა ნებაზე, არამედ ის პირდაპირ გამომდინარეობს კანონიდან.⁴⁷³ ამ ურთიერთობის წარმოშობის ერთადერთ წინაპირობას წარმოადგენს აქტივების მმართველ კომპანიასა

⁴⁷¹ *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2464; *Jakovou*, Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, Kap. 39 Rn. 194; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 68 Rn. 10; *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 263; *Krause*, Investmenttreuhand und Investmentgesamthand, 158; *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrechtlichen und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 70; *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, 41 ff.; *Schödermeier/Baltzer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 12 KAGG Rn. 17; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, InvStG, Vor. §§ 20-29 InvG Rn. 11; *Geibel*, Derlender/Knops/Bamberger (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 92; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 80 f. გავრცელებული იყო ასევე მოსაზრება იმის თაობაზე, რომ აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულება წარმოადგენს მესამე პირის (ინვესტორის) სასარგებლოდ დადებულ ხელშეკრულებას [*Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 153 ff.; *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 151 f.; *Reuter*, Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilsinhaber, 152], თუმცა ინვესტორის დაცვის ინტერესებიდან გამომდინარე ეს მოსაზრება ფართოდ უარყოფილი იქნა იმ არგუმენტით, რომ სპეციალიზებული დეპოზიტარის ვალდებულებები ინვესტორების წინაშე არ უნდა იყოს დამოკიდებული აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის ნებასა და შესაბამისად, მათ შეთანხმებაზე [*Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2462; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 76 f.; *Geibel*, Derlender/Knops/Bamberger (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 92; *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 263].

⁴⁷² *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, InvStG, Vor. §§ 20-29 InvG Rn. 12; *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 264 ff.

⁴⁷³ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 84.

და ინვესტორს შორის საინვესტიციო ხელშეკრულების დადება.⁴⁷⁴ შესაბამისად, მათ შორის კანონისმიერი ურთიერთობა წყდება საინვესტიციო ურთიერთობის დასრულებისთანავე,⁴⁷⁵ ასევე აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის არსებული დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულების შეწყვეტის შემთხვევაში.⁴⁷⁶

3.1.2.1.4. ურთიერთობა ინვესტორებს შორის

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის წარმოშობისთვის ინვესტორებს შორის კონტაქტის დამყარება არ არის საჭირო და საბოლოოდ, მათ შორის არავითარი სამართლებრივი ურთიერთობა არ არსებობს.⁴⁷⁷ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი წარმოიშობა აქტივების მმართველ კომპანიასა და ინვესტორს შორის პირველი საინვესტიციო ხელშეკრულების დადებისთანავე.⁴⁷⁸

3.1.2.2. საინვესტიციო კომპანიაში

საინვესტიციო ფონდი შეიძლება ასევე ჩამოყალიბდეს საკუთარი სამართალსუბიექტობის მქონე იურიდიული პირის, საინვესტიციო კომპანიის ფორმით, რომელსაც განსხვავებით ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისაგან თავად გააჩნია უნარი, იყოს უფლებებისა და ვალდებულებების მატარებელი.⁴⁷⁹ შესაბამისად, მისი ორგანიზაციული სტრუქტურიდან გამომდინარე საინვესტიციო კომპანიას შეუძლია თვითონვე, მისი მმართველი ორგანოს მეშვეობით განახორციელოს ფონდის აქტივების მართვა (ე.წ. თვითმართული საინვესტიციო კომპანია) ან დანიშნოს გარე

⁴⁷⁴ *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, InvStG, Vor. §§ 20-29 InvG Rn. 13; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 68 Rn. 10; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 83 f.

⁴⁷⁵ *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, InvStG, Vor. §§ 20-29 InvG, Rn. 13; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 68 Rn. 10; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 83.

⁴⁷⁶ *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen, Vor. §§ 20-29 InvG Rn. 13; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 84.

⁴⁷⁷ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 85.

⁴⁷⁸ *Fürbaß*, Das Investmentsondervermögen, 84 f.

⁴⁷⁹ *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 131.

აქტივების მმართველი კომპანია და მას მიანდოს ფონდის აქტივების მართვა.⁴⁸⁰ ამ უკანასკნელ შემთხვევაში, საინვესტიციო ურთიერთობაში გვხვდება ოთხი სუბიექტი, ინვესტორი, საინვესტიციო კომპანია, აქტივების მმართველი კომპანია და სპეციალიზებული დეპოზიტარი, რომელთა შორის არსებული ურთიერთობებს ე.წ. საინვესტიციო ოთხკუთხედი ეწოდება.⁴⁸¹

UCITS-ის დირექტივის 27-ე მუხლის მე-2 წინადადების თანახმად, წევრმა სახელმწიფოებმა თავად უნდა განსაზღვრონ, რა სამართლებრივი ფორმით შეიძლება არსებობდეს საინვესტიციო კომპანია. როგორც ქართველმა, ასევე გერმანელმა კანონმდებელმა UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო კომპანიის სამართლებრივ ფორმად მხოლოდ სააქციო საზოგადოება აირჩია, რომელსაც ცვლადი კაპიტალი შეიძლება ჰქონდეს.⁴⁸² საკანონმდებლო რეგულაციების გავლენით, სააქციო საზოგადოება *open-end* პრინციპს დაექვემდებარა, შესაბამისად, მას შეუზღუდავად შეუძლია ერთეულების (აქციების) გამოშვება.⁴⁸³ ის ასევე ვალდებულია გამოისყიდოს ერთეულები ინვესტორის მიერ შესაბამისი მოთხოვნის წარდგენის შემთხვევაში.⁴⁸⁴

3.1.2.2.1. ურთიერთობა ინვესტორსა და თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიას შორის

სააქციო საზოგადოების ფორმით ჩამოყალიბებულ საინვესტიციო კომპანიაში ინვესტორები მონაწილეობენ როგორც აქციონერები საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობის საფუძველზე.⁴⁸⁵ თვითმართული საინვესტიციო კომპანია, რომელიც

⁴⁸⁰ საინვესტიციო კომპანიის ფორმებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.4.1.1.2.

⁴⁸¹ ტერმინი „საინვესტიციო ოთხკუთხედი“ პირველად გვხვდება - *Campbell/Müchler*, Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft, 11 [*Fischer/Steck, Berger/Steck/Lübbehusen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 96 InvG Rn. 35].

⁴⁸² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-2 პუნქტის პირველი წინადადება; §§ 91 Abs. 1, 108 Abs. 1 KAGB.

⁴⁸³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „რ“ ქვეპუნქტი, §§ 115, S. 1, 3, 116 Abs. 1 KAGB; *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 134.

⁴⁸⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „რ“ ქვეპუნქტი; § 116 Abs. 1 und 2 S. 1 KAGB.

⁴⁸⁵ *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, 104; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 91; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 91.

ამავდროულად შიდა აქტივების მმართველ კომპანიას წარმოადგენს, კოლექტიურ საინვესტიციო ქონებას მართავს საკუთარი სახელითა და საკუთარი ანგარიშით,⁴⁸⁶ ხელმძღვანელობასა და წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი ორგანოს მეშვეობით.⁴⁸⁷ აქვე მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ გერმანული სამართალი აქციონერებს ორ კატეგორიად ყოფს: საწარმოო აქციონერებად, რომლებიც საინვესტიციო კომპანიის დაფუძნების ინიციატორები არიან და გააჩნიათ მის მართვაში მონაწილეობის ინტერესი, და ინვესტორ-აქციონერებად, რომლებსაც ამოძრავებთ მხოლოდ მათ მიერ განხორციელებული ინვესტიციიდან მოგების მიღების ინტერესი.⁴⁸⁸ აღნიშნული მნიშვნელოვან როლს ასრულებს თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნის თვალსაზრისით.⁴⁸⁹ ქართული კანონმდებლობა ასეთ კლასიფიკაციას და სპეციალურ რეგულაციებს არ ითვალისწინებს, თუმცა საინვესტიციო კომპანიის დამფუძნებლებს შეუძლიათ სადამფუძნებლო შეთანხმებით გაითვალისწინონ აქციების განსხვავებული კლასების არსებობა და შესაბამისად, განსაზღვრონ მასთან დაკავშირებული უფლება-მოვალეობები.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ინვესტორსა და თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიას შორის სამართლებრივი ურთიერთობა რეგულირდება, ერთი მხრივ, „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 და მე-5 პუნქტებით გათვალისწინებული სადამფუძნებლო შეთანხმების საფუძველზე, რომელიც შეიცავს წესდებას და „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრულ სხვა მონაცემებს და მეორე მხრივ, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული სადამფუძნებლო დოკუმენტის საფუძველზე.⁴⁹⁰ საქართველოს კანონმდებლობით, ორივე მათგანი ერთ დოკუმენტშია გაერთიანებული და მას სადამფუძნებლო დოკუმენტს უწოდებს.⁴⁹¹ ამდენად, სადამფუძნებლო დოკუმენტი საინვესტიციო კომპანიაში ასრულებს ორმაგ ფუნქციას:

⁴⁸⁶ *Sachtleber, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England*, 104; *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 162 Rn. 38.

⁴⁸⁷ *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 162 Rn. 38; *Fischer, Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive*, 45.

⁴⁸⁸ აქციებისა და აქციონერების კატეგორიებზე იხ. დისერტაციის თავი 1.6.2.

⁴⁸⁹ დაწვრილებით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.3.2.

⁴⁹⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლი.

⁴⁹¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „3“ ქვეპუნქტი; მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი.

ის არეგულირებს საინვესტიციო კომპანიის ორგანიზაციულ სტრუქტურასა და მის ურთიერთობას აქციონერებთან (ინვესტორებთან) როგორც საკორპორაციოსამართლებრივი, ასევე საინვესტიციოსამართლებრივი მიზნებისათვის.⁴⁹²

განსხვავებული მიდგომა აირჩია გერმანელმა კანონმდებელმა და პრაქტიკული მიზანშეწონილობიდან გამომდინარე ეს ორი დოკუმენტი - სადამფუძნებლო შეთანხმება (Satzung) და სადამფუძნებლო დოკუმენტი (Anlagebedingungen) - ერთმანეთისგან განაცალკევა.⁴⁹³ ერთ დოკუმენტში გაერთიანებით მასში შემავალი თითოეული დებულება, მათ შორის საინვესტიციოსამართლებრივი შინაარსის შემცველი საინვესტიციო პოლიტიკის/სტრატეგიის აღწერა, ერთეულების გამოშვებისა და გამოსყიდვის წესები და სხვა, დაექვემდებარება სადამფუძნებლო შეთანხმების ცვლილების საკორპორაციოსამართლებრივ პროცესს, რაც ცვლილებების განხორციელებისას დამატებით ფორმალურ სირთულეებს წარმოშობს.⁴⁹⁴ საინვესტიციო პოლიტიკისა და სხვა მნიშვნელოვანი საინვესტიციოსამართლებრივი საკითხების შემუშავებისას და ცვლილებისას საინვესტიციო კომპანიას ესაჭიროება საკმარისი მოქნილობა, რაც მხოლოდ იმ შემთხვევაში მიიღწევა, თუ მათი განსაზღვრა მხოლოდ ხელმძღვანელობასა და წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი პირის კომპეტენცია იქნება, აქციონერთა საერთო კრების მონაწილეობის გარეშე.⁴⁹⁵ ვინაიდან სადამფუძნებლო დოკუმენტი ისედაც ექვემდებარება საზედამხედველო ორგანოს წინასწარ კონტროლს, მისი სადამფუძნებლო შეთანხმებისაგან განცალკევება უარყოფითად არ იმოქმედებს და არ შეასუსტებს ინვესტორის ინტერესების დაცვას.⁴⁹⁶

სადამფუძნებლო შეთანხმებისა და სადამფუძნებლო დოკუმენტის ერთმანეთისგან განცალკევების კიდევ უფრო მნიშვნელოვან არგუმენტს წარმოადგენს ინვესტორის დაცვის ინტერესები. იმ შემთხვევაში, თუ სადამფუძნებლო დოკუმენტი ამავდროულად „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული

⁴⁹² სადამფუძნებლო დოკუმენტის მინიმალურ შინაარსზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.1.2.1.

⁴⁹³ § 111 S. 1 KAGB; *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 162 Rn. 40.

⁴⁹⁴ *Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 110 Rn. 2, 4.

⁴⁹⁵ *Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 111 Rn. 5, 7 f.; *Wallach, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 111 Rn. 3; *Boxberger, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 111 Rn. 7 f.

⁴⁹⁶ *Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 111 Rn. 2, 6.

სადამფუძნებლო შეთანხმების ნაწილს წარმოადგენს, მას მხოლოდ საკორპორაციოსამართლებრივი ბუნება გააჩნია; ხოლო იმ შემთხვევაში, თუ თვითმართული საინვესტიციო კომპანია და ინვესტორი სადამფუძნებლო შეთანხმების საფუძველზე წარმოშობილი ურთიერთობის გარდა, საინვესტიციოსამართლებრივი მიზნებისთვის დამატებით შეთანხმდებიან და საინვესტიციო ხელშეკრულებას გააფორმებენ, რომლის ძირითად შემადგენელ ნაწილს სადამფუძნებლო დოკუმენტი წარმოადგენს, მათ შორის საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობის გარდა დამყარდება სახელშეკრულებო ურთიერთობაც.⁴⁹⁷ ამ ხელშეკრულებიდან გამომდინარე საინვესტიციოსამართლებრივი ვალდებულებების ბრალეული დარღვევისას ინვესტორს წარმოეშობა ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე მუხლის და მომდევნო მუხლების შესაბამისად,⁴⁹⁸ რაც ინვესტორს გაცილებით მეტ თავისუფლებას სთავაზობს მისი დარღვეული უფლებების დაკმაყოფილების თვალსაზრისით, ვიდრე საკორპორაციოსამართლებრივი მექანიზმები.⁴⁹⁹

ამდენად, ინვესტორის დაცვის გასაუმჯობესებლად და საინვესტიციო კომპანიის მოქნილობის გასაზრდელად, მიზანშეწონილი იქნება ქართული კანონმდებლობაც განაცალკევებდეს ერთმანეთისგან სადამფუძნებლო შეთანხმებასა და სადამფუძნებლო დოკუმენტს. ნებისმიერ შემთხვევაში, იქნებიან თუ არა ისინი ერთ დოკუმენტში გაერთიანებული, UCITS-ის დირექტივიდან გამომდინარე საზედამხედველო ორგანოს მიერ მათი დამტკიცება წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის წინაპირობას.⁵⁰⁰

⁴⁹⁷ *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 98 ff.; *Sachtleber*, *Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England*, 145 f.

⁴⁹⁸ *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 98 ff.; *Sachtleber*, *Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England*, 145 f.

⁴⁹⁹ ინვესტორის მიერ ზიანის ანაზღაურების ვალდებულებებისამართლებრივი მოთხოვნების უპირატესობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.4.1.

⁵⁰⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 2 and 6 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 110 Abs. 4 KAGB.

3.1.2.2.2. ურთიერთობა საინვესტიციო კომპანიასა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის

საინვესტიციო კომპანიამ ინვესტორებისგან მოზიდული კოლექტიური საინვესტიციო ქონების მართვის მიზნით შეიძლება დანიშნოს გარე აქტივების მმართველი კომპანია.⁵⁰¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-3 პუნქტის თანახმად, ასეთ შემთხვევაში, „ამ საინვესტიციო კომპანიის ხელმძღვანელობითი და წარმომადგენლობითი უფლებამოსილების განმახორციელებელი პირი აქტივების მმართველი კომპანიაა,“ ხოლო მე-13 მუხლის მე-3 პუნქტის თანახმად, საინვესტიციო კომპანიამ, რომელსაც დანიშნული ჰყავს აქტივების მმართველი კომპანია, ავტორიზაციის მოპოვების მიზნით საზედამხედველო ორგანოს სხვა დოკუმენტებთან ერთად უნდა წარუდგინოს აქტივების მმართველ კომპანიასთან დადებული აქტივების მართვის შესახებ ხელშეკრულება. ამდენად, ერთი მხრივ, ვხვდებით ჩანაწერს, რომლის მიხედვით საინვესტიციო კომპანიასა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის მყარდება სახელშეკრულებო ურთიერთობა აქტივების მართვის თაობაზე, ხოლო მეორე მხრივ, განსაზღვრულია, რომ გარე აქტივების მმართველი კომპანია წარმოადგენს საინვესტიციო კომპანიის ხელმძღვანელობასა და წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილ პირს, ამდენად, ის შეიძლება განვიხილოთ, როგორც საინვესტიციო კომპანიის ხელმძღვანელი ორგანო. მნიშვნელოვანია განისაზღვროს, რა შეიძლება იყოს საინვესტიციო კომპანიასა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის არსებული ურთიერთობის სამართლებრივი საფუძველი და როგორ ხდება ფუნქციების გადანაწილება მათ შორის.

გერმანული სამართლის თანახმად, „დანიშვნა“ არ ნიშნავს, რომ გარე აქტივების მმართველი კომპანია ინიშნება საინვესტიციო კომპანიის ორგანოდ საზოგადოების სადამფუძნებლო შეთანხმების საფუძველზე; ასეთ შემთხვევაში მისი როგორც ორგანოს ქმედებები შეერაცხებოდა საინვესტიციო კომპანიას და ის განიხილებოდა არა საინვესტიციო კომპანიად, რომელმაც დანიშნა გარე აქტივების მმართველი

⁵⁰¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 5 para. 2 sentence 2, Art. 29 para. 1 sentence 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 112 Abs. 1 KAGB.

კომპანია, არამედ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიად.⁵⁰² არამედ გარე აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნა ხორციელდება საინვესტიციო კომპანიასა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის დადებული აქტივების მართვის შესახებ ხელშეკრულების (Fremdverwaltungsvertrag) საფუძველზე, რომელიც, გაბატონებული შეხედულების თანახმად, წარმოადგენს მომსახურების ხელშეკრულებას ეკონომიკური საქმიანობის გაძლოლის დავალებით § 675 BGB-ის შესაბამისად.⁵⁰³ აქტივების მმართველმა კომპანიამ აქტივების მართვასთან დაკავშირებული ვალდებულებები უნდა შეასრულოს გულისხმიერად, მისი პროფესიისათვის საჭირო ცოდნითა და ერთგულების ვალდებულებების დაცვით.⁵⁰⁴ ამ ხელშეკრულების საფუძველზე, აქტივების მმართველ კომპანიას სრული მოცულობით ეკისრება საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვასთან დაკავშირებული საქმიანობის განხორციელება და შესაბამისი პასუხისმგებლობა საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობის შესაბამისად, ხოლო საინვესტიციო კომპანიის ორგანიზაციული სტრუქტურა და მისი ორგანოების, მათ შორის, ხელმძღვანელობასა და წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი ორგანოს ზოგადი საკორპორაციოსამართლებრივი უფლებები და მოვალეობები, როგორებიცაა აქციონერთა საერთო კრების მოწვევა და მასში მონაწილეობა, კანონისმიერი წარმომადგენლობის უფლება, მოგების განაწილება, გარე აქტივების მმართველი კომპანიის შერჩევა და მათ შორის, საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო

⁵⁰² *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 209; *Paul*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 154 Rn. 3; *Bentelle*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 17 Rn. 27; *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309, 313; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 62; *Weiser/Hüwel*, BB 2013, 1091, 1093; *Eichhorn*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 129 Rn. 6.

⁵⁰³ „Dienstleistungsvertrag mit Geschäftsbesorgungscharakter., – *Eckhold/Balzer*, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 22 Rn. 81; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 286 f.; *Paul*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 154 Rn. 3; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 8; Ziff. II.1, Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft; *Bentelle*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 17 Rn. 23; *Geibel*, Derlebdner/Knops/Bamberger, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 142; *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 214 ff; *Wieland*, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 23.

⁵⁰⁴ *Hermann*, Münchener Kommentar zum BGB, § 675 Rn. 13; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbelhusen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 9 InvG Rn. 16.

დოკუმენტის მიღება და მასში ცვლილებების განხორციელება, ხელშეუხებელი რჩება.⁵⁰⁵

საინვესტიციო ფონდის მართვის მიზნით საინვესტიციო კომპანია აქტივების მმართველ კომპანიას, როგორც წესი, ანიჭებს წარმომადგენლობით უფლებამოსილებას, რაც განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, როცა იდება გარიგებები, რომლებსაც უშუალო შემხებლობა აქვს საინვესტიციო ფონდის აქტივებთან.⁵⁰⁶ აღნიშნულისგან განსხვავებით მიიჩნევა, რომ პორტფელისა და რისკების მართვის ფუნქციების დელეგირების შესახებ ხელშეკრულება უნდა დაიდოს თავად აქტივების მმართველი კომპანიის სახელით, ვინაიდან ისინი აქტივების მმართველი კომპანიის ძირითად ფუნქციებს წარმოადგენს და პასუხისმგებლობის სუბიექტად დელეგირების შემდეგაც თავად უნდა დარჩეს.⁵⁰⁷

გერმანული კანონმდებლობის ანალოგიურად, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-3 პუნქტის თანახმად, საინვესტიციო კომპანიასა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის იდება ხელშეკრულება აქტივების მართვის თაობაზე. აქტივების მართვაში უნდა მოვიაზროთ 25-ე მუხლით განსაზღვრული აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის შემადგენელი ცენტრალური ფუნქციები - საინვესტიციო კომპანიის პორტფელისა და რისკების მართვა, მასთან დაკავშირებულ ადმინისტრაციული საქმიანობა და საინვესტიციო კომპანიის ერთეულების შეთავაზება. ამ ხელშეკრულების საფუძველზე გარე აქტივების მმართველი კომპანიას არა როგორც საინვესტიციო კომპანიის ორგანოს, არამედ როგორც მისგან დამოუკიდებელ მესამე პირს უნდა მიენიჭოს ხელმძღვანელობისა და წარმომადგენლობის უფლებამოსილება,⁵⁰⁸ რომელიც

⁵⁰⁵ *Wieland*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 23; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), § KAGB, 17 Rn. 36a; *Zetzsche*, AG 2013, 613, 614; BT-Drs. 16/5576, 85; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 17 f.; Ziff. II.1, Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft; *Boxberger*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 112 Rn. 14 f.; *Lorenz*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 4; *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 251.

⁵⁰⁶ Ziff. II.5, Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft.

⁵⁰⁷ *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 19; Ziff. II.3.a, Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft.

⁵⁰⁸ Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft; *Lorenz*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn.

შეზღუდული იქნება კოლექტიური საინვესტიციო ქონების მართვის უფლებამოსილებით.⁵⁰⁹ შესაბამისად, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-5 მუხლის მე-3 პუნქტი უნდა განვმარტოთ აქტივების მმართველი კომპანიისთვის წარმომადგენლობის უფლებამოსილების მინიჭებად კანონის საფუძველზე, რომელიც წარმოიშობა მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მას დანიშნავს საინვესტიციო კომპანია მასთან გაფორმებული აქტივების მართვის შესახებ ხელშეკრულების საფუძველზე. იმ შემთხვევაში, თუ გარე აქტივების მმართველ კომპანიას განვიხილავდით საინვესტიციო კომპანიის ხელმძღვანელ ორგანოდ, საქმე გვექნებოდა თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიასთან გამომდინარე იქედან, რომ საინვესტიციო კომპანიას მისი ორგანოს ქმედება შეერაცხება და მის ქმედებად განიხილება.

გარე აქტივების მმართველი კომპანია წარმოადგენს მხოლოდ მომსახურების გამწევს, რომელიც შესაბამისი ხელშეკრულების საფუძველზე ახორციელებს საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვას.⁵¹⁰ მიზანშეწონილია, კანონი შეიცავდეს პირდაპირ მითითებას, რომ დანიშნულ აქტივების მმართველ კომპანიას ხელმძღვანელობისა და წარმომადგენლობის უფლებამოსილება ენიჭება მხოლოდ საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვისთვის საჭირო საქმიანობის ფარგლებში. ამ საქმიანობასთან დაკავშირებული უფლებები და ვალდებულებები ძირითადად გამომდინარეობს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონიდან. მის მიღმა არსებული საკორპორაციოსამართლებრივი შინაარსის საქმიანობა კი რჩება საინვესტიციო კომპანიის კომპეტენციად, რომელსაც ის საკუთარი ორგანოების მეშვეობით ახორციელებს.

როგორც თვითმართული საინვესტიციო კომპანია, ასევე საინვესტიციო კომპანია, რომელმაც დანიშნა გარე აქტივების მმართველი კომპანია, ვალდებულია

3; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 20; *Böhme*, BB 2014, 2380, 2385; *Krause*, NZG 2019, 170, 174.

⁵⁰⁹ *Lorenz*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 4; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 17; *Boxberger*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 112 Rn. 11; Ziff. II.2, Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft.

⁵¹⁰ *Fischer/Steck*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 96 InvG Rn. 33; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 36a; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 96 Rn. 68.

მიმართოს საზედამხედველო ორგანოს ავტორიზაციის მოპოვების მიზნით.⁵¹¹ ამდენად, გარე აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნა, საინვესტიციო კომპანიას არ ათავისუფლებს ავტორიზაციის ვალდებულებისაგან, არამედ ის მხოლოდ თავისუფლდება ვალდებულებისაგან, წარადგინოს ინფორმაცია საკუთარი კაპიტალის, ხელმძღვანელი პირების საკმარისი გამოცდილებისა და რეპუტაციისა და საქმიანობის პროგრამის შესახებ. შესაბამისად, ავტორიზაციის მოპოვებაზე განმცხადებელი სუბიექტი შეიძლება იყოს მხოლოდ საინვესტიციო კომპანია თავად და არა მის მიერ დანიშნული აქტივების მმართველი კომპანია, როგორც ამას „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი ითვალისწინებს.⁵¹²

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 და მე-3 პუნქტების ანალიზიდან პირდაპირ გამომდინარეობს, რომ საინვესტიციო კომპანიის კომპეტენციად რჩება სადამფუძნებლო დოკუმენტის შემუშავება და მასში ცვლილებების შეტანა, რაც ლოგიკურია, ვინაიდან ქართულ სამართალში საინვესტიციო კომპანიის სადამფუძნებლო დოკუმენტი და სადამფუძნებლო შეთანხმება ერთ დოკუმენტში არის გაერთიანებული და მის საფუძველზე წესრიგდება სამართლებრივი ურთიერთობა საინვესტიციო კომპანიასა და მის აქციონერებს (ინვესტორებს) შორის. შესაბამისად, მის კომპეტენციაში უნდა მოვიაზროთ ასევე საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოცემისა და გამოსყიდვის განხორციელება და ინვესტორებზე მოგების განაწილება, თუმცა ერთეულების შეთავაზება, როგორც საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვის ერთ-ერთ შემადგენელი ნაწილი, უნდა განვიხილოთ გარე აქტივების მმართველი კომპანიის კომპეტენციად.⁵¹³ საინვესტიციო კომპანია ნიშნავს ასევე სპეციალიზებულ დეპოზიტარს და იღებს გადაწყვეტილებას გარე აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნის შესახებ და აფორმებს მათთან შესაბამის ხელშეკრულებებს. მართებულად არ უნდა მივიჩნიოთ, რომ საინვესტიციო კომპანიის კომპეტენციას წარმოადგენს ასევე პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის შემუშავება და მათი საზედამხედველო ორგანოსთვის წარდგენა, ვინაიდან ისინი პირდაპირ

⁵¹¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 29 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 113 KAGB.

⁵¹² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 და მე-3 პუნქტები.

⁵¹³ აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციებზე იხ. წინამდებარე ნაშრომის თავი 1.5.2.

არიან დაკავშირებული საინვესტიციო ფონდის პორტფელის მართვასთან. მათი შინაარსის განსაზღვრა, საინვესტიციო პროდუქტის მახასიათებლებისა და რისკის პროფილის წარმოჩენა მხოლოდ იმ სუბიექტს შეუძლია, რომელიც ფაქტობრივად ახორციელებს საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვას.

გარე აქტივების მმართველმა კომპანიამ საინვესტიციო ფონდის მართვასთან დაკავშირებული საქმიანობა უნდა განახორციელოს არა როგორც საინვესტიციო კომპანიისგან წარმოშობილი, არამედ როგორც საკუთარი ვალდებულება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის კონსტრუქციის ანალოგიურად.⁵¹⁴ UCITS-ის დირექტივაც არ განასხვავებს ერთმანეთისგან, აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის შემთხვევაში საქმე ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს ეხება თუ საინვესტიციო კომპანიას.⁵¹⁵ შესაბამისად, საინვესტიციო ფონდის მართვასთან დაკავშირებული ვალდებულებების და შესაძლო პასუხისმგებლობის ადრესატი ინვესტორების წინაშე, ასევე საზედამხედველო ორგანოს წინაშე ანგარიშვალდებული სუბიექტი არის აქტივების მმართველი კომპანია.⁵¹⁶ აღნიშნული გამომდინარეობს იმ გარემოებიდანაც, რომ სწორედ მან უნდა დააკმაყოფილოს ისეთი მოთხოვნები, რომლებიც აუცილებელია ინვესტორის ინტერესების დასაცავად, მაგ., საკმარისად კარგი რეპუტაციისა და გამოცდილების მქონე ხელმძღვანელი პირების ყოლა, მინიმალური კაპიტალი და სხვ.⁵¹⁷ საინვესტიციო კომპანიას კი გააჩნია მხოლოდ დაქვემდებარებული და აქტივების მმართველი კომპანიის ხელშემწყობი პოზიცია, რაც კიდევ ერთხელ ხაზს უსვამს აქტივების მმართველი კომპანიის როგორც

⁵¹⁴ *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 96 Rn. 76; *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 256; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 248.

⁵¹⁵ მაგ., Art. 6 of the UCITS Directive 2009/65/EC, სადაც საუბარია აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობაზე ზოგადად, საინვესტიციო ფონდის სამართლებრივი ფორმის დაკონკრეტების გარეშე; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 278.

⁵¹⁶ *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 252. გარე აქტივების მმართველ კომპანიაზე საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვის ფუნქციის გადაცემასთან ერთად მასთან დაკავშირებული საზედამხედველო თუ სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის დაკისრება განასხვავებს მას აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციების უბრალოდ დელეგირებისგან. ფუნქციების დელეგირებისას მომსახურების გამწევ კომპანიას გადაეცემა მხოლოდ ცალკეული საქმიანობის განხორციელების უფლებამოსილება, მასთან დაკავშირებული პასუხისმგებლობა კი რჩება დელეგირების გამცემ აქტივების მმართველ კომპანიაზე [„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 26-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; *Dornseifer*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 10; *Boxberger*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 112 Rn. 7; Ziff. II.1, Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft].

⁵¹⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 და მე-3 პუნქტები.

საინვესტიციო ფონდების სამართლის ერთ-ერთი ცენტრალური ფიგურის მნიშვნელობას⁵¹⁸.

აღსანიშნავია, რომ პრაქტიკაში, როგორც წესი, აქტივების მმართველი კომპანია თავად არის საინვესტიციო კომპანიის დაფუძნების ინიციატორი და ის აკომპლექტებს საინვესტიციო კომპანიის ორგანოების წევრებს; შემდგომში, მასსა და ამ საინვესტიციო კომპანიას შორის დადებული აქტივების მართვის შესახებ ხელშეკრულება წარმოადგენს მხოლოდ ფორმალურ აქტს.⁵¹⁹

3.1.2.2.3. ურთიერთობა ინვესტორსა და საინვესტიციო კომპანიას შორის, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია

ინვესტორსა და საინვესტიციო კომპანიას შორის, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, მყარდება საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობა საინვესტიციო კომპანიის როგორც სააქციო საზოგადოების სადამფუძნებლო შეთანხმების შესაბამისად. საინვესტიციოსამართლებრივი ურთიერთობის ძირითადი ადრესატი კი არის გარე აქტივების მმართველი კომპანია, რომელსაც აქტივების მართვის შესახებ ხელშეკრულების საფუძველზე სრულად გადაეცემა საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილება და მასთან დაკავშირებული პასუხისმგებლობა.

3.1.2.2.4. ურთიერთობა ინვესტორსა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისგან განსხვავებით საინვესტიციო კომპანიის მიერ დანიშნულ გარე აქტივების მმართველ კომპანიასა და ინვესტორს შორის

⁵¹⁸ *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 236 f.

⁵¹⁹ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 26-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 210; *Köndgen*, Systembrüche im Kapitalanlagegesetzbuch, Festschrift Baums 2017, 722; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 248; *Dornseifer*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 112 Rn. 10].

საინვესტიციო ხელშეკრულება არ იდება.⁵²⁰ პირდაპირი სამართლებრივი ურთიერთობა მყარდება მხოლოდ ინვესტორსა და საინვესტიციო კომპანიას შორის, რომელშიც ინვესტორი მონაწილეობს როგორც აქციონერი. გერმანიაში არსებული გაბატონებული შეხედულების თანახმად, ინვესტორსა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის წარმოიშობა კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა,⁵²¹ რომელიც გამომდინარეობს აქტივების მმართველი კომპანიისთვის კანონმდებლობით დაკისრებული ვალდებულებიდან, თავისი საქმიანობის განხორციელებისას იმოქმედოს მხოლოდ ინვესტორის საუკეთესო ინტერესების გათვალისწინებით.⁵²² გარდა ამისა, გარე აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნის შემთხვევაში მხოლოდ ის არის საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვაზე პასუხისმგებელი პირი და ამდენად, საინვესტიციო საქმიანობიდან წარმოშობილი ვალდებულებები ინვესტორების მიმართ საინვესტიციო კომპანიიდან აქტივების მმართველ კომპანიაზე გადადის.⁵²³ ამ პასუხისმგებლობის ნაწილი არის ასევე სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობა ინვესტორების წინაშე.⁵²⁴

⁵²⁰ *Campbell/Müchler*, Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteter Investmentaktiengesellschaft, 9; *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 211; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 162 Rn. 47; *Wallach*, Der Konzern 2007, 487, 493.

⁵²¹ *Wallach*, Der Konzern 2007, 487, 493 f.; *Wallach*, ZGR 2014, 289, 301; *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153, 155 f.; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 47; *Campbell/Müchler*, Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteter Investmentaktiengesellschaft, 9 f.; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 17 KAGB Rn. 141; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 299; *Fischer/Steck*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 96 InvG Rn. 37; *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 268.

⁵²² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; § 26 Abs. 1 KAGB; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 47; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 17 KAGB Rn. 140 ff; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 299.

⁵²³ *Wallach*, ZGR 2014, 289, 301; *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 212.

⁵²⁴ *Meßner*, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, 212.

3.1.2.2.5. ურთიერთობა საინვესტიციო კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ანალოგიურად, საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაშიც დეპოზიტარული ხელშეკრულების საფუძველზე უნდა დაინიშნოს სპეციალიზებული დეპოზიტარი, ⁵²⁵ რაც წარმოადგენს საინვეტიციო კომპანიის ავტორიზაციის წინაპირობას. ⁵²⁶ ამ ურთიერთობის შინაარსი განისაზღვრება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის არსებული ურთიერთობის ანალოგიურად,⁵²⁷ იმ განსხვავებით, რომ სპეციალიზებულ დეპოზიტარს ნიშნავს და შესაბამისად, მასთან სახელშეკრულებო ურთიერთობას ამყარებს არა აქტივების მმართველი კომპანია, არამედ საკუთარი სამართალსუბიექტობის მქონე საინვესტიციო კომპანია, იქნება ეს თვითმართული თუ გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართული საინვესტიციო კომპანია.⁵²⁸

გერმანელ მეცნიერთა ნაწილის მიერ განვითარებული მოსაზრების თანახმად, იმ საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულება უნდა დაიდოს გარე აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის, რაც ლოგიკურია დეპოზიტარული ხელშეკრულების არსიდან და მიზნიდან გამომდინარე. ⁵²⁹ ამ ხელშეკრულების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია მხარეებს შორის ინფორმაციის გაცვლის ვალდებულება, რითიც უზრუნველყოფილი უნდა იქნეს სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ კონტროლის ფუნქციის სრულყოფილად განხორციელება. ინფორმაციის მიწოდების საინვესტიციო კომპანიაზე დაკისრება, რომელიც გარე აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნის შედეგად საინვესტიციო ფონდის პორტფელისა და რისკების მართვას არ ახორციელებს, ნიშნავს, რომ მან ჯერ თვითონ უნდა მოიძიოს ინფორმაცია და შემდეგ

⁵²⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 33-ე მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები; Art. 22 para. 1 and 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 68 Abs. 1 KAGB.

⁵²⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის „ვ“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 69 KAGB.

⁵²⁷ იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.2.

⁵²⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-33 მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 22 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁵²⁹ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 151 ff.

მიაწოდოს სპეციალიზებულ დეპოზიტარს, რაც ეფექტური კონტროლისთვის იდეალურ სიტუაციას არ ქმნის.⁵³⁰ აღნიშნული გარემოება გასათვალისწინებელი ფაქტორია ასევე ქართველი კანონმდებლისთვისაც.

3.1.2.2.6. ურთიერთობა ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის

საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაშიც ურთიერთობა ინვესტორსა და სპეციალურ დეპოზიტარს შორის განისაზღვრება ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში არსებული ურთიერთობის ანალოგიურად, შესაბამისად, მათ შორის არსებობს კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა.⁵³¹

3.1.3. ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნა

ინვესტორის დაცვის თვალსაზრისით უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს საინვესტიციო ფონდის ქონების გამიჯვნის პრინციპი საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტების - აქტივების მმართველი კომპანიის, სპეციალიზებული დეპოზიტარისა და ინვესტორების კუთვნილი ქონებისაგან. აღნიშნულის მიზანს უპირატესად წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის პასუხისმგებლობის გამიჯვნის უზრუნველყოფა მასში მონაწილე სუბიექტების პასუხისმგებლობის სფეროებისაგან, რაც არსებით როლს ასრულებს ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკის შესამცირებლად.⁵³² ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნა განსაკუთრებულ რელევანტობას იძენს აქტივების მმართველი კომპანიის ან სპეციალიზებული დეპოზიტარის გადახდისუუნარობის ან ლიკვიდაციის დადგომის შემთხვევაში (Insovenzschutz).

საინვესტიციო ფონდის სამართლებრივი ფორმების მიხედვით გათვალისწინებულია ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნა ერთმანეთისგან განსხვავებული კონსტრუქციებითა და ინტენსივობით, რაზეც დაწვრილებით ქვემოთ შეჩერდება ყურადღება.

⁵³⁰ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 153.

⁵³¹ იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.3.

⁵³² *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 301 f.

3.1.3.1. ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში

3.1.3.1.1. ქონების გამიჯვნა

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ქონების სამართლებრივი გამიჯვნა საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტების ქონებისგან, პირველ რიგში, ხორციელდება საკუთრებითი ურთიერთობების დეკლარირებით.⁵³³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის პირველი პუნქტი პირდაპირ განსაზღვრავს, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები ერთეულის მფლობელების საერთო საკუთრებაა და ის არც აქტივების მმართველი კომპანიის და არც სპეციალიზებული დეპოზიტარის საკუთრებას წარმოადგენს.⁵³⁴ მართალია, საინვესტიციო ფონდის აქტივებზე საკუთრებიდან გამომდინარე მატერიალური უფლებების, საინვესტიციო აქტივების მართვისა და განკარგვის უფლებამოსილება მინიჭებული აქვს მხოლოდ აქტივების მმართველ კომპანიას და ინვესტორებს საკუთრების მხოლოდ ფორმალური უფლება გააჩნიათ,⁵³⁵ მაგრამ აქტივების მმართველი კომპანიის ამ უფლებამოსილებას თავიდანვე ზღუდავს და ფარგლებში აქცევს დათქმა, რომლის მიხედვით, ის ვალდებულია იმოქმედოს მხოლოდ ინვესტორების ინტერესებიდან გამომდინარე და მართოს საინვესტიციო ფონდი ინვესტორების მოგების რეგულარულად მაქსიმიზაციის მიზნით.⁵³⁶ ამასთან, კანონმდებლობით პირდაპირ არის აკრძალული აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ქონების განკარგვა, როცა საქმე ეხება სესხის გაცემას, საინვესტიციო ფონდის ქონების ობიექტების დაგირავებას ან სხვა თანაბარმნიშვნელოვანი ფორმით მესამე პირთა სასარგებლოდ ვალდებულებების აღებას.⁵³⁷

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ქონების სამართლებრივი გამიჯვნის ფაქტობრივ უზრუნველყოფას ემსახურება ამ ქონების ფიზიკურად გამიჯვნა,

⁵³³ *Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 9; Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 92 Rn. 17.*

⁵³⁴ გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები შეიძლება იყოს ერთეულის მფლობელების საერთო საკუთრება ან აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთრება მინდობილი საკუთრების ფორმით [§ 92 Abs. 1 KAGB].

⁵³⁵ ინვესტორების საკუთრების უფლებასთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.4.1.1.1.2.

⁵³⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-3 პუნქტი, 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; § 26 Abs. 2 Nr. 2 KAGB; *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 112.*

⁵³⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 56-ე მუხლის მე-4 პუნქტი; § 93 Abs. 4 S. 1 KAGB; *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 112.*

უპირველეს ყოვლისა, მისი განკარგვის უფლებამოსილების მქონე აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთარი ქონებისაგან. აღნიშნულის მიღწევის ყველაზე ეფექტურ გზას წარმოადგენს ზემოაღწერილი საინვესტიციო ფონდის მართვისა და აქტივების შენახვის ფუნქციების ერთმანეთისგან გამიჯვნა, რაც გულისხმობს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვას სპეციალიზებულ დეპოზიტართან, რომელიც როგორც სამართლებრივად, ასევე პერსონალურად დამოუკიდებელ სუბიექტს წარმოადგენს.⁵³⁸

ქონების ფაქტობრივი გამიჯვნის ორგანიზება აქტივების მმართველმა კომპანიის ვალდებულებას წარმოადგენს. მან ნათლად უნდა განასხვავოს და გამიჯნოს ერთმანეთისგან ქონების მასები და სფეროები - საკუთარი საოპერაციო კაპიტალი⁵³⁹, მის მიერ მართული ინვესტორებისგან მოზიდული კოლექტიური საინვესტიციო ქონება, რამდენიმე საინვესტიციო ფონდის მართვის შემთხვევაში, თითოეული მათგანი ერთმანეთისგან⁵⁴⁰, სხვა დამატებითი საქმიანობის ფარგლებში მისთვის სამართავად გადაცემული აქტივები⁵⁴¹ და უზრუნველყოს თითოეულ მათგანთან დაკავშირებით განცალკევებული ანგარიშების ქონა და ანგარიშგებების წარმოება.⁵⁴²

⁵³⁸ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 111; *Schmitz*, *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 30 InvG Rn. 17; ქონების ფაქტობრივი გამიჯვნის ვალდებულებას პირდაპირ ითვალისწინებს გერმანული კანონმდებლობა [§ 92 Abs. 1 S. 2 KAGB], რომლის მიხედვით, საინვესტიციო ფონდის აქტივები განცალკევებული უნდა იყოს აქტივების მმართველი კომპანიის აქტივებისგან. ქართული კანონმდებლობა ასეთ პირდაპირ მითითებას არ შეიცავს, თუმცა ქონების ფიზიკური და ორგანიზაციული განცალკევება, როგორც საინვესტიციო ფონდების სამართლის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი და საბაზისო პრინციპი, ასახულია არაერთ ნორმაში, მაგ., „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტის თანახმად, საინვესტიციო ფონდის კუთვნილი ფინანსური ინსტრუმენტების შენახვისა და აღრიცხვის ვალდებულება აკისრია სპეციალიზებულ დეპოზიტარს.

⁵³⁹ აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთარი საოპერაციო კაპიტალი არის კაპიტალი, რომელიც ემსახურება მისი საქმიანობის განხორციელებასა და საკუთარი ვალდებულებების შესრულებას [*Schmitz*, *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 30 InvG Rn. 16; *Lichtenstein*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 92 Rn. 24; *Baur*, *Investmentgesetze*, § 2 KAGG Rn. 11].

⁵⁴⁰ აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ რამდენიმე საინვესტიციო ფონდის მართვა საქართველოს კანონმდებლობით პირდაპირ არ არის გათვალისწინებული, თუმცა აღნიშნულის დასაშვებობაზე მინიშნებას შეიცავს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის მე-2 პუნქტი, რომლის მიხედვით „საზედამხედველო ორგანომ აქტივების მმართველ კომპანიას შეიძლება შეუწყვიტოს ერთი ან რამდენიმე საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილება, ...“; § 92 III KAGB.

⁵⁴¹ აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ დამატებითი საქმიანობების განხორციელების უფლებამოსილებაზე იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 25-ე მუხლის მე-5 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; § 20 Abs. 2 Nr. 1 KAGB.

⁵⁴² *Zetzsche/Nast*, *Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 92 Rn. 16; *Moroni*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 92 Rn. 18; *Beckmann*, *Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Hrsg.), *Investment*, 405 § 92 KAGB Rn. 32; *Anders*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 92 Rn. 9 f.; *Nietsch*,

მასვე ევალება აქტივების შენახვის მიზნით სპეციალიზებული დეპოზიტარის შერჩევა და მასთან შეთანხმების გაფორმება.⁵⁴³

ფიზიკური გამიჯვნა უპრობლემოდ მიიღწევა UCITS-ის შენახვაუნარიან აქტივებთან მიმართებით. ესენია ფინანსური ინსტრუმენტები, რომელთა აღრიცხვა შესაძლებელია სპეციალიზებულ დეპოზიტართან გახსნილ ანგარიშზე ან რომელთა მისთვის მიწოდება შესაძლებელია მატერიალური ფორმით.⁵⁴⁴ რაც შეეხება, შენახვის უნარის არმქონე აქტივებს, როგორებიცაა მაგალითად, მოთხოვნები დერივატივებიდან, რომლებიც არ არიან კონვერტირებული ფასიან ქაღალდებში, ან მოთხოვნები ზიანის ანაზღაურებასთან დაკავშირებით, ⁵⁴⁵ სპეციალიზებულ დეპოზიტარი ვალდებულია შეამოწმოს და დაადასტუროს მათი კუთვნილება საინვესტიციო ფონდისადმი, ასევე აწარმოოს ასეთი აქტივების აღრიცხვა და ჩანაწერების მუდმივად განახლება. ⁵⁴⁶ ამასთან, მნიშვნელოვანია, შესაბამის ხელშეკრულებასა და სხვა დოკუმენტებში მკაფიოდ მიეთითოს, რომ ეს მოთხოვნები კონკრეტულ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს მიეკუთვნება.⁵⁴⁷

სპეციალიზებული დეპოზიტარიც, თავის მხრივ, ვალდებულია მისთვის მიბარებული ფინანსური ინსტრუმენტები შეინახოს საკუთარი აქტივებისა და სხვა კლიენტების აქტივებისგან განცალკევებით, სხვადასხვა ანგარიშზე, რათა მუდმივად შესაძლებელი იყოს მათი გამიჯვნა სპეციალიზებული დეპოზიტარის საკუთარი აქტივებისაგან.⁵⁴⁸ კანონმდებლობა შეიცავს ასევე დეკლარაციული ხასიათის ჩანაწერს,

Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 27; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 18.

⁵⁴³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის პირველი პუნქტის „ე“ ქვეპუნქტი, მე-2 პუნქტის „ვ“ ქვეპუნქტი.

⁵⁴⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 37-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 22 para. 5 subpara. a of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 N 1 KAGB.

⁵⁴⁵ *Dreibus/Stabenow, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 72 Rn. 14; *Koch, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 72 Rn. 21; recital 14 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

⁵⁴⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 37-ე მუხლის მე-3 პუნქტი, Art. 22 para. 5 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 2 KAGB.

⁵⁴⁷ *Nietsch, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 92 Rn. 28; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 17.

⁵⁴⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 36-ე მუხლის პირველი პუნქტის პირველი წინადადება, 37-ე მუხლის მე-2 პუნქტი, Art. 22 para. 5 subpara. a (ii) of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 1 (b) KAGB; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 30 InvG Rn. 17.

რომლის მიხედვით აკრძალულია სპეციალიზებულ დეპოზიტარის მიერ მასთან შენახული საინვესტიციო ფონდის აქტივების გამოყენება საკუთარი მიზნებისთვის.⁵⁴⁹

3.1.3.1.2. პასუხისმგებლობის გამიჯვნა

კანონმდებელი მიზნად ისახავს გამიჯნოს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის პასუხისმგებლობა როგორც აქტივების მმართველი კომპანიისაგან, ასევე თითოეული ინვესტორისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარისაგან. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-7 პუნქტი პირდაპირ განსაზღვრავს, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი პასუხს არ აგებს ჩამოთვლილი სუბიექტების ვალდებულებებისთვის, ხოლო მე-7 მუხლის პირველი პუნქტის თანახმად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივები არ გაითვალისწინება აქტივების მმართველი კომპანიის ან სპეციალიზებული დეპოზიტარის სალიკვიდაციო მასაში მათ მიმართ გადახდისუუნარობის ან ლიკვიდაციის საქმის წარმოების დაწყების შემთხვევაში.⁵⁵⁰

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, სპეციალიზებული დეპოზიტარი ვალდებულია მუდმივად განცალკევებული ჰქონდეს მასთან შენახული საინვესტიციო ფონდის აქტივები საკუთარი და სხვა კლიენტების აქტივებისგან, რათა მუდმივად შესაძლებელი იყოს მათი როგორც საინვესტიციო ფონდის კუთვნილი აქტივების იდენტიფიცირება, რაც სპეციალიზებული დეპოზიტარის ლიკვიდაციის შემთხვევაში ემსახურება ამ აქტივების სალიკვიდაციო მასაში მოხვედრისაგან დაზღვევასა და აქტივების ერთმანეთისგან გამიჯვნის ხანგრძლივი პროცესის თავიდან არიდებას.⁵⁵¹ წინააღმდეგ შემთხვევაში, აქტივების ერთმანეთისგან გამიჯვნის პროცესი გამოიწვევდა საინვესტიციო ფონდის აქტივების ლიკვიდობის დაკარგვას ამ პროცესის ხანგრძლივობით და ნეგატიურად იმოქმედებდა მთლიანად საინვესტიციო ფონდის

⁵⁴⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 37-ე მუხლის მე-2 პუნქტი.

⁵⁵⁰ ანალოგიურ ნორმას ვხვდებით ასევე „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 32-ე მუხლის მე-2 პუნქტსა და 36-ე მუხლის პირველი პუნქტის მე-2 წინადადებაში.

⁵⁵¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 36-ე მუხლის პირველი პუნქტის პირველი წინადადება, 37-ე მუხლის მე-2 პუნქტი, Art. 22 para. 5 subpara. a (ii) of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 1 (b) KAGB; *Vadolas/Kunschke, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, Vor §§ 68 ff. Rn. 66.

ლიკვიდაზასა და ინვესტორების ინტერესებზე.⁵⁵² კანონმდებლობით ასევე განსაზღვრულია, რომ დაუშვებელია საინვესტიციო ფონდის აქტივების მიმართ სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ მიმართული აღსრულების ღონისძიებების გამოყენება.⁵⁵³

სირთულეებთან არის დაკავშირებული და შესაბამისად, რელევანტურია საკითხის განხილვა ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისა და აქტივების მმართველი კომპანიის პასუხისმგებლობის გამიჯვნასთან დაკავშირებით. აღნიშნულ საკითხს არსებითად განსხვავებულად აწესრიგებს ქართული და გერმანული კანონმდებლობა. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-7 პუნქტი განსაზღვრავს, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი პასუხს არ აგებს აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულებებისთვის, არამედ ის „პასუხს აგებს მხოლოდ მისი ერთეულის მფლობელებისა და კრედიტორების წინაშე არსებული საკუთარი ვალდებულებებისათვის.“ ხოლო მე-7 მუხლის მე-6 პუნქტის თანახმად, „აქტივების მმართველი კომპანია პერსონალურად არ აგებს პასუხს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ვალდებულებებისთვის, რომლებიც წარმოიშვა მარეგულირებელი კანონმდებლობისა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტის შესაბამისად.“ აღნიშნულისგან განსხვავებით, გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, აქტივების მმართველი კომპანია პასუხისმგებელი სუბიექტია ორივე შემთხვევაში - ის პასუხს აგებს როგორც საკუთარი ინტერესებისთვის აღებული ვალდებულებებისთვის, ასევე იმ ვალდებულებებისთვისაც, რომლებიც ინვესტორთა საერთო ინტერესებისთვის დადებული გარიგებებიდან წარმოიშვა.⁵⁵⁴ მნიშვნელოვანია განისაზღვროს გერმანული სამართლის ასეთი მიდგომის მიზანშეწონილობა ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით.

გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, აქტივების მმართველი კომპანია როგორც მინდობილი მესაკუთრე სამართლებრივ ქმედებებს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისთვის ახორციელებს საკუთარი სახელით,⁵⁵⁵ შესაბამისად,

⁵⁵² *Vadolas/Kunschke, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, Vor §§ 68 ff. Rn. 66 f.*

⁵⁵³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 37-ე მუხლის მე-2 პუნქტი.

⁵⁵⁴ § 93 Abs. 2 S. 1 KAGB.

⁵⁵⁵ § 93 Abs. 1 KAGB; დაწვრილებით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.1.1.

მესამე პირებთან ურთიერთობაში ის არის მის მიერ აღებული ვალდებულებების მხარე და სამართლებრივი პასუხისმგებლობის სუბიექტი.⁵⁵⁶ გამომდინარე იქედან, რომ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა, ხოლო ინვესტორების სახელით ვალდებულებების აღება პირდაპირ აკრძალულია კანონმდებლობით (§ 93 Abs. 2 S. 2 KAGB),⁵⁵⁷ მათ ისედაც ვერ დაეკისრებოდათ სამართლებრივი პასუხისმგებლობა მესამე პირების წინაშე; ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის პასუხისმგებლობა შეიძლება იყოს მხოლოდ ეკონომიკური შინაარსის.⁵⁵⁸ თუ აქტივების მმართველი კომპანია იმოქმედებს საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობისა და სადამფუძნებლო დოკუმენტის მოთხოვნების შესაბამისად, ის იქნება უფლებამოსილი, მოითხოვოს მის მიერ ასეთი ვალდებულებების შესასრულებლად გაწეული ხარჯების ანაზღაურება უშუალოდ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან.⁵⁵⁹ ინვესტორების პერსონალური პასუხისმგებლობა გამორიცხულია.⁵⁶⁰

ამდენად, გერმანული კანონმდებლობა ერთმანეთისგან მიჯნავს სამართლებრივ და ეკონომიკურ პასუხისმგებლობას, რაც პასუხისმგებლობის გამიჯვნის ფუნდამენტურ პრინციპს წარმოადგენს.⁵⁶¹ აღნიშნული ემსახურება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის როგორც კოლექტიური საინვესტიციო ქონების იზოლირებასა და დაცვას კრედიტორების უშუალო მოთხოვნებისგან (Abschirmung des Sondervermögens).⁵⁶² შედეგად, ინვესტორები არაპირდაპირ დაცული არიან აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართლსაწინააღმდეგოდ დადებული გარიგებების შედეგად წარმოშობილი ვალდებულებების შესრულებისაგან, ვინაიდან, როგორც

⁵⁵⁶ *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 31 *InvG Rn. 7*; *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 93 *Rn. 2, 7*.

⁵⁵⁷ წარმომადგენლობის აკრძალვას განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება გერმანულ საინვესტიციო ფონდების სამართალში. წარმომადგენლობის უფლებამოსილების კანონისმიერი დათქმით გამორიცხვა ართმევს კრედიტორებს შესაძლებლობას, დააყენონ მოთხოვნა ინვესტორების წინააღმდეგ *Rechtscheinvollmacht*-ის პრინციპიდან გამომდინარე [*Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 93 *Rn. 9*].

⁵⁵⁸ *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 93 *Rn. 2, 7*; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 31 *InvG Rn. 12, 14*.

⁵⁵⁹ *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 93 *Rn. 2, 7 f.*; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 31 *InvG Rn. 7, 14*; § 93 *Abs. 3 KAGB*.

⁵⁶⁰ § 93 *Abs. 3 KAGB*.

⁵⁶¹ *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 93 *Rn. 7 f.*

⁵⁶² *Nietsch, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 93 *Rn. 11 f.*; *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 93 *Rn. 2*; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 31 *InvG Rn. 15*.

აღვნიშნეთ, აქტივების მმართველი კომპანიის მოთხოვნის წარმოშობა მის მიერ გაწეული ხარჯების ანაზღაურებაზე დამოკიდებულია იმ გარემოებაზე, რომ ის მოქმედებს კანონმდებლობისა და ინვესტორებთან გაფორმებული საინვესტიციო ხელშეკრულების შესაბამისად.⁵⁶³

ამ უკანასკნელი გარემოების კონტროლს ახორციელებს სპეციალიზებული დეპოზიტარი, რომელიც გერმანული კანონმდებლობის თანახმად ასრულებს ანგარიშსწორებისა და აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლის ფუნქციებს.⁵⁶⁴ სპეციალიზებული დეპოზიტარი გადაიხდის აქტივების მმართველი კომპანიის მხოლოდ იმ დანახარჯებს, რომლებიც მან ინვესტორების ინტერესებისთვის მართლზომიერად დადებული გარიგებების ფარგლებში გაიღო.⁵⁶⁵ ასეთი დანახარჯებია, მაგ., დამოუკიდებელი აუდიტორის მიერ განხორციელებული შემოწმების ხარჯები, აქტივების შეძენასა და გასხვისებასთან ან სხვადასხვა ინფორმაციის გამოქვეყნების ვალდებულებასთან დაკავშირებული ხარჯები და სხვა.⁵⁶⁶ მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ სპეციალიზებული დეპოზიტარი ამოწმებს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ წარდგენილი ანგარიშების მხოლოდ მათემატიკურ სისწორეს და გასაგებობას,⁵⁶⁷ რაც იმით აიხსნება, რომ სპეციალიზებული დეპოზიტარი უფლებამოსილია შეამოწმოს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ დადებული გარიგებების არა მიზანშეწონილობა, არამედ მხოლოდ სამართლებრივი შესაბამისობა.⁵⁶⁸ პრაქტიკაში ეს პროცესები იმდენად სწრაფად ვითარდება, რომ წარდგენილი ანგარიშების გადახდა, როგორც წესი, პირდაპირ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან ხდება.⁵⁶⁹

აღწერილი პროცედურა წარმოადგენს ოთხი თვალის პრინციპის გამოყენებას ინვესტორების დაცვის მიზნით, რომელიც განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ერთობლივი საინვესტიციო ფონდიდან თანხის გატანისას.⁵⁷⁰ აქტივების მმართველი

⁵⁶³ *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 31 InvG Rn. 15; Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 93 Rn. 11.*

⁵⁶⁴ სპეციალიზებული დეპოზიტარის კონტროლისა და ანგარიშსწორების ფუნქციაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.3.3.2.

⁵⁶⁵ § 79 Abs. 1 KAGB.

⁵⁶⁶ Ziff. 7.6.2, Rundschreiben 08/2015 (WA) von BaFin - Aufgaben und Pflichten der Verwahrstelle

⁵⁶⁷ Ziff. 7.6.2, Rundschreiben 08/2015 (WA) von BaFin - Aufgaben und Pflichten der Verwahrstelle

⁵⁶⁸ *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 93 Rn. 11; სპეციალიზებული დეპოზიტარის კონტროლის ფარგლებზე იხ. დისერტაციის თავი 3.3.3.2.*

⁵⁶⁹ *Moroni, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 93 Rn. 12.*

⁵⁷⁰ *Schäfer, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 79 Rn. 1.*

კომპანია შესაბამის ანაზღაურებასა და დანახარჯებს მიიღებს მხოლოდ სპეციალიზებული დეპოზიტარის თანამონაწილეობით.⁵⁷¹

როგორც აღვნიშნეთ, ქართული სამართალი პასუხისმგებლობის გამიჯვნის ასეთ მოდელს არ ითვალისწინებს და აღნიშნავს, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი პასუხისმგებელია მისი ერთეულის მფლობელებისა და კრედიტორების წინაშე არსებული „საკუთარი ვალდებულებებისათვის“.⁵⁷² ამავდროულად გამორიცხულია აქტივების მმართველი კომპანიის პერსონალური პასუხისმგებლობა „ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ვალდებულებებისთვის“, რომლებიც ინვესტორების ინტერესებისთვის დადებული მართლზომიერი გარიგებების შედეგად წარმოიშვა.⁵⁷³

თუმცა, ქართული კანონმდებლობა არ ითვალისწინებს იმ გარემოებას, რომ სამართლებრივი თვალსაზრისით, ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს ვერ ექნება „საკუთარი ვალდებულებები“, ვინაიდან მას არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა და უფლებაუნარიანობა.⁵⁷⁴ ის ვერ იქნება მხარე ურთიერთობებში და შესაბამისად, უფლებებისა თუ მოვალეობების მატარებელი.⁵⁷⁵ მართებული იქნება, თუ აღნიშნულ ჩანაწერს განვმარტავთ როგორც მითითებას ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის არა სამართლებრივ, არამედ ეკონომიკურ პასუხისმგებლობაზე. აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ინვესტორების საერთო ინტერესებისთვის დადებული გარიგებებიდან წარმოშობილი ვალდებულებები საბოლოოდ სწორედ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდიდან უნდა იქნეს გადახდილი, თუმცა ამ ვალდებულებებზე სამართლებრივად პასუხისმგებელი სუბიექტი შეიძლება იყოს ინვესტორთა კოლექტივი ან აქტივების მმართველი კომპანია.

სამართლებრივი პასუხისმგებლობის სუბიექტად ინვესტორების განსაზღვრა ასევე არ გამომდინარეობს კანონმდებლის ნებიდან, ვინაიდან ის პირდაპირ გამორიცხავს ინვესტორების პერსონალურ პასუხისმგებლობას აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისთვის ნაკისრი

⁵⁷¹ *Schäfer*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 79 Rn. 1.

⁵⁷² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-7 პუნქტის მე-2 წინადადება.

⁵⁷³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-6 პუნქტი.

⁵⁷⁴ დაწვრილებით იხ. დისერტაციის თავი 1.4.1.1.1.1.

⁵⁷⁵ შდრ. *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 31 InvG Rn. 14; *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 93 Rn. 13.

ვალდებულებებისათვის.⁵⁷⁶ ასეთ შემთხვევაში, ინვესტორები იქნებოდნენ კრედიტორების მოთხოვნების უშუალო ადრესატები, მათ შორის იმ შემთხვევაშიც, როცა ვალდებულება არ წარმოშობილა კანონმდებლობისა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტის შესაბამისად. სწორედ ამიტომ, გერმანული კანონმდებლობა პირდაპირ გამორიცხავს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ინვესტორების სახელით ვალდებულებების აღების შესაძლებლობას.⁵⁷⁷

ერთადერთ ალტერნატივად რჩება აქტივების მმართველი კომპანიის განხილვა სამართლებრივი პასუხისმგებლობის სუბიექტად, როგორც ამას გერმანული კანონმდებლობა განსაზღვრავს. აქტივების მმართველ კომპანიასა და ინვესტორებს შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობა ავლენს საკუთრების მინდობისთვის დამახასიათებელ მკვეთრად გამოხატულ ნიშნებს და ის უნდა განვიხილოთ მოდიფიცირებული საკუთრების მინდობის ურთიერთობად საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 724-ე და მომდევნო მუხლების შესაბამისად.⁵⁷⁸ მიუხედავად ამისა, ქართული კანონმდებლობა არ განსაზღვრავს, რომ აქტივების მმართველი კომპანია ინვესტორების საერთო ინტერესების სასარგებლოდ მესამე პირებთან ურთიერთობაში უნდა მოქმედებდეს საკუთარი სახელით, არამედ შეიცავს ხარვეზიან მითითებას იმის თაობაზე, რომ აქტივების მმართველი კომპანია უნდა მოქმედებდეს ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის სახელით, რაც სამართლებრივი დოგმატიკის თვალსაზრისით შეუძლებელია. საკუთრების მინდობის ურთიერთობის პრინციპებიდან გამომდინარე, სწორედ აქტივების მმართველი კომპანია უნდა იყოს სამართლებრივად პასუხისმგებელი სუბიექტი მესამე პირებთან ურთიერთობაში.⁵⁷⁹

გარდა სამართლებრივი წინაპირობებისა, სამართლებრივი პასუხისმგებლობის სუბიექტად აქტივების მმართველი კომპანიის განსაზღვრა მნიშვნელოვანია ასევე ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის იზოლირებასა და კრედიტორების უშუალო მოთხოვნებისგან მისი დაცვის უზრუნველსაყოფად. აღნიშნული განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, როცა აქტივების მმართველმა კომპანიამ დატოვა მართლსაწინააღმდეგო

⁵⁷⁶ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-5 მუხლის პირველი წინადადება.

⁵⁷⁷ § 93 Abs. 2 S. 2 KAGB.

⁵⁷⁸ დაწვრილებით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.1.1.

⁵⁷⁹ იხ. საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 728-ე მუხლი, რომლის მიხედვით, მესამე პირებთან ურთიერთობაში პასუხს აგებს მინდობილი მესაკუთრე.

გარიგებას, რომელიც არ გამომდინარეობს ინვესტორის ინტერესებიდან. ამ თვალსაზრისით მნიშვნელოვანია „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-6 პუნქტი, რომელიც შეიცავს მითითებას იმის თაობაზე, რომ თუ აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ დადებული გარიგება არ იქნება შესაბამისობაში მარეგულირებელ კანონმდებლობასა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტთან, მაშინ ის პერსონალურად აგებს პასუხს ასეთი გარიგებიდან წარმოშობილი ვალდებულებისთვის. თუმცა გასათვალისწინებელი ფაქტორია, რომ გერმანული კანონმდებლობისგან განსხვავებით ქართულ სამართალში სპეციალიზებული დეპოზიტარი არ წარმოადგენს ანგარიშსწორების ადგილს, რომელიც თითოეული ტრანზაქციის მართლზომიერებას მის განხორციელებამდე შეამოწმებდა, არამედ ის ახორციელებს ფულადი ნაკადის მიმოქცევის ex-post კონტროლს აქტივების მმართველი კომპანიისგან მიწოდებული ინფორმაციის საფუძველზე.⁵⁸⁰ ამდენად, ისეთი გარიგებების შემთხვევაში, რომლებიც მოკლე ვადებში სრულდება, აქტივების მმართველი კომპანიის პერსონალური პასუხისმგებლობის დადგომა ნაკლებად წარმოსადგენია. მას შესაძლოა დაეკისროს ზიანის ანაზღაურება საინვესტიციო ფონდის სასარგებლოდ მის მიერ დადებული გარიგებების მართლწინააღმდეგობის აღმოჩენის შემთხვევაში.⁵⁸¹ აქვე გასათვალისწინებელია, რომ კონტროლის უფლებამოსილების ფარგლებში აქტივების მმართველი კომპანიის დარღვევების აღმოჩენის შემთხვევაში სპეციალიზებულ დეპოზიტარს აკისრია მხოლოდ საზედამხედველო ორგანოსთვის შეტყობინების ვალდებულება⁵⁸² და გერმანული კანონმდებლობისგან განსხვავებით არ არის გათვალისწინებული მისი საპროცესო უფლებამოსილება აქტივების მმართველი კომპანიის წინააღმდეგ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნების განსახორციელებლად.⁵⁸³

ამდენად, ქართულ სამართალში ერთობლივ საინვესტიციო ფონდსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის პასუხისმგებლობის გამიჯვნის საკითხი არაერთ ხარვეზს შეიცავს, რაც ძირითადად გამომდინარეობს ერთობლივ

⁵⁸⁰ სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფულადი ნაკადის მიმოქცევის კონტროლთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.3.3.2.

⁵⁸¹ ინვესტორის მიერ აქტივების მმართველი კომპანიისგან ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.4.1.

⁵⁸² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-2 პუნქტის „თ“ ქვეპუნქტი.

⁵⁸³ აღნიშნულთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.4.1.

საინვესტიციო ფონდთან დაკავშირებული სამოქალაქოსამართლებრივი ასპექტების ხარვეზიანი მოწესრიგებით. გერმანული სამართალი, რომელიც აქტივების მმართველ კომპანიას სამართლებრივ პასუხისმგებლობას აკისრებს საინვესტიციო ფონდის სასარგებლოდ დადებული გარიგებებისთვის და მას მხოლოდ შედეგად წარმოშობილი დანახარჯების ანაზღაურების მოთხოვნის უფლებას ანიჭებს, რომლის მართლზომიერების კონტროლსაც მყისიერად ახორციელებს ანგარიშსწორების ადგილის ფუნქციის მქონე სპეციალიზებული დეპოზიტარი, ფაქტობრივად სრულყოფილ მოდელს გვთავაზობს ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში პასუხისმგებლობის გამიჯვნის თვალსაზრისით. ქართულ სამართალში საინვესტიციო ფონდების სამართლის ამ მნიშვნელოვან ასპექტში ხარვეზიანი რეგულირება და ინვესტორის დაცვის დაბალი სტანდარტია შემოთავაზებული, რაც კანონმდებლის სათანადო ყურადღებას იმსახურებს.

3.1.3.2. საინვესტიციო კომპანიაში

3.1.3.2.1. საინვესტიციო კომპანიაში, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია

3.1.3.2.1.1. ქონების გამიჯვნა

საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, ქონების როგორც სამართლებრივი, ასევე ფიზიკური გამიჯვნის საკითხი მოგვარებულია საინვესტიციო ფონდის ინსტიტუციური დიზაინის მეშვეობით - კოლექტიური საინვესტიციო სქემის მმართველი - აქტივების მმართველი კომპანია და საინვესტიციო ფონდის სტატუსის მატარებელი საინვესტიციო კომპანია სხვადასხვა სამართლის სუბიექტია, რომელთაც საკუთარი ქონება გააჩნიათ.⁵⁸⁴ მათგან ქონების ფიზიკურ გამიჯვნას საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვით უზრუნველყოფს სპეციალიზებული დეპოზიტარი და მასზე ვრცელდება იგივე წესები, რაც ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში.

⁵⁸⁴ *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 115.*

3.1.3.2.1.2. პასუხისმგებლობის გამიჯვნა

განსხვავებით ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისაგან, რომელთან მიმართებით კანონმდებლობით პირდაპირ არის განსაზღვრული, რომ ის არ აგებს პასუხს აქტივების მმართველი კომპანიის, სპეციალიზებული დეპოზიტარის ან ინვესტორების ვალდებულებებისათვის,⁵⁸⁵ საინვესტიციო კომპანიის მიმართ ასეთი რეგულირება არ არის გათვალისწინებული, გამომდინარე იქედან, რომ ის იურიდიული პირის ფორმით ყალიბდება და შესაბამისად, სამართლის დამოუკიდებელ სუბიექტს წარმოადგენს, რომელიც საკორპორაციოსამართლებრივი წესების შესაბამისად, პასუხს აგებს მხოლოდ საკუთარი ვალდებულებებისთვის.

საინვესტიციო კომპანია, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, კოლექტიური საინვესტიციო ქონების მართვის უფლებასა და მასთან დაკავშირებულ საოპერაციო რისკებიდან⁵⁸⁶ გამომდინარე პასუხისმგებლობას სრულად გადასცემს გარე აქტივების მმართველ კომპანიას.⁵⁸⁷ საინვესტიციო კომპანია წარმოადგენს მხოლოდ იურიდიულ სათავეს ინვესტორებისგან მოზიდული კოლექტიური საინვესტიციო ქონებისთვის და ის, ასევე არაპირდაპირ მისი ინვესტორებიც, იზოლირებულნი უნდა იყვნენ აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობიდან გამომდინარე პასუხისმგებლობის რისკებისგან.⁵⁸⁸ გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართული საინვესტიციო კომპანია ფაქტობრივად უთანაბრდება და ექვემდებარება იმავე მიდგომებს, რასაც სახელშეკრულებო სქემით

⁵⁸⁵ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-7 მუხლის მე-7 პუნქტი.

⁵⁸⁶ საოპერაციო რისკებში იგულისხმება საინვესტიციო კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებული ისეთი რისკები, რომლებიც არ უკავშირდება კაპიტალის ბაზარზე საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებულ ზოგად რისკებს. ესენია მაგ., საინვესტიციო კომპანიის წინააღმდეგ მიმართული ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნები მისი მართლსაწინააღმდეგო და არაკეთილსინდისიერი ქმედებების გამო, მისი საოპერაციო საქმიანობისთვის საჭირო ქონების ობიექტების დაკარგვა/განადგურება, ასევე ხარჯების ანაზღაურება, რომელიც გარკვეული შეცდომით, არასწორი ხარჯთაღრიცხვით, სახელშეკრულებო პარტნიორებთან დავებით, არაკეთილსინდისიერი ქმედებით არის გამოწვეული და სხვა [European Commission, Communication SEC/2001/1004, 3.2.2.4].

⁵⁸⁷ საინვესტიციო კომპანიასა და მის მიერ დანიშნულ გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის კომპეტენციების გამიჯვნაზე და პასუხისმგებლობის განაწილებაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.2.2.

⁵⁸⁸ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 115; *Fischer/Steck*, *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 100 InvG Rn. 8; *Boxberger*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 112 Rn. 12 f; *Winterhalder*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 17 Rn. 45.

დაფუძნებული ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი.⁵⁸⁹ თუმცა ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისგან განსხვავებით, რომელიც სამართალსუბიექტობის არმქონე წარმონაქმნს წარმოადგენს, იურიდიული პირის სტატუსის მქონე საინვესტიციო კომპანიას გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა და ამდენად, გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შეუძლია გარიგებები მის სასარგებლოდ დადოს მისივე სახელით. მიუხედავად ამისა, ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით ამ შემთხვევაშიც მიზანშეწონილი იქნებოდა ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში პასუხისმგებლობის გამიჯვნასთან დაკავშირებით განვითარებული მსჯელობის გავრცელება, რომლის მიხედვით აქტივების მმართველი კომპანია უნდა მოქმედებდეს საკუთარი სახელით და შესაბამისად იყოს სამართლებრივი პასუხისმგებლობის სუბიექტი მის მიერ დადებულ ნებისმიერ გარიგებასთან მიმართებით. შედეგად, საინვესტიციო კომპანია და არაპირდაპირ მისი ინვესტორები დაცული იქნებიან კრედიტორების პირდაპირი მოთხოვნებისაგან აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ აღებული ისეთი ვალდებულებებიდან გამომდინარე, რომლებიც ცალკეულ შემთხვევაში შეიძლება არ გამომდინარეობდეს საინვესტიციო ფონდისა და მისი ინვესტორების საუკეთესო ინტერესებიდან.

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან ლოგიკურად გამომდინარეობს და კანონმდებლობითაც პირდაპირ არის განსაზღვრული, რომ საინვესტიციო კომპანიის აქტივები არ გაითვალისწინება აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის სალიკვიდაციო მასაში, მათ მიმართ გადახდისუუნარობის ან ლიკვიდაციის საქმის წარმოების დაწყების შემთხვევაში.⁵⁹⁰

⁵⁸⁹ *Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 3; Einleitung, Auslegungsschreiben von BaFin zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft.*

⁵⁹⁰ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 32-ე მუხლის მე-2 პუნქტი და 36-ე მუხლის პირველი პუნქტის მე-2 წინადადება; § 112 Abs. 1 S. 4 KAGB.

3.1.3.2.2. თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში

3.1.3.2.2.1. ქონების გამიჯვნა

ქონების გამიჯვნის საკითხი აქტუალურია ასევე თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში. ფიზიკური გამიჯვნა წყდება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ანალოგიურად, კერძოდ, საინვესტიციო კომპანიის კაპიტალის ინვესტირების შედეგად შექმნილი ფინანსური ინსტრუმენტების შენახვა ხდება სპეციალიზებულ დეპოზიტართან.⁵⁹¹ თუმცა პრობლემურია და სირთულეებთან არის დაკავშირებული ქონების სამართლებრივი გამიჯვნა, რომელთან დაკავშირებით გერმანული სამართალიც გამოსავლის ძიებაშია.

თვითმართული საინვესტიციო კომპანია ორმაგი ფუნქციის მქონე წარმონაქმნია, რომელიც როგორც საინვესტიციო ფონდი აერთიანებს ინვესტორებისგან მოზიდულ საინვესტიციო კაპიტალს და ამავდროულად, როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანია მართავს მას მისივე ორგანოების მეშვეობით. ამდენად, მასში თავმოყრილია ინვესტორების საინვესტიციო კაპიტალი და შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის ოპერირებისთვის საჭირო საკუთარი კაპიტალი. საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, ისინი მარტივად იმიჯნება, ვინაიდან კოლექტიური საინვესტიციო მასა და აქტივების მმართველი კომპანია, სამართლის სხვადასხვა სუბიექტს წარმოადგენს. ინვესტორის დაცვის ინტერესებიდან გამომდინარე, მიზანშეწონილია, ქონების გამიჯვნა უზრუნველყოფილი იქნეს თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაშიც, რათა ის არ დაექვემდებაროს საინვესტიციო კომპანიის როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებულ საოპერაციო რისკებს.⁵⁹²

ქონების გამიჯვნას მნიშვნელოვნად უწყობს ხელს გერმანული სამართლით გათვალისწინებული კონცეფცია საინვესტიციო საზოგადოების (იგივე საინვესტიციო კომპანიის) აქციებისა და შესაბამისად, კაპიტალის ორ სახეობად - საწარმოო და საინვესტიციო კაპიტალად დაყოფის თაობაზე. საწარმოო აქციები ძირითადად

⁵⁹¹ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში ქონების ფიზიკურ გამიჯვნასთან დაკავშირებით მისი სპეციალიზებულ დეპოზიტართან შენახვის გზით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.3.1.1.

⁵⁹² *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 104, 105. *Herren/von Tilling*, Kempf (Hrsg.), Novellierung des Investmentrechts, 2007, 209 ff; *Neumann*, Die Besteuerung von Publikums-Investmentvermögen, 69 f.; საოპერაციო რისკების განმარტება იხ. დისერტაციის სქოლიოში 585.

საინვესტიციო კომპანიის დამფუძნებლებსა და მათთან დაკავშირებულ პირებს ეკუთვნის და ისინი უზრუნველყოფენ საზოგადოებას საწყისი საკუთარი კაპიტალით, ხოლო საინვესტიციო აქციებს, რომელთა გამოცემა საზოგადოების დაფუძნების შემდეგ ხდება, იძენს ინვესტორი, რომელიც დაინტერესებულია საზოგადოებაში მხოლოდ ქონებრივი მონაწილეობით საზოგადოების მართვაში მონაწილეობის სურვილის გარეშე.⁵⁹³ მითითებას საინვესტიციო საზოგადოების საწარმოო (საოპერაციო) კაპიტალის ინვესტორებისგან მოზიდული საინვესტიციო კაპიტალისაგან გამიჯვნის თაობაზე შეიცავს § 112 Abs. 2 KAGB-ით შემოღებული საწარმოო კაპიტალის ცნება.⁵⁹⁴ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიას, როგორც ორმაგი ფუნქციის მქონე წარმონაქმნს, ესაჭიროება ოპერატიული საქმიანობის განხორციელებისათვის აუცილებელი ქონების ობიექტების შეძენა, რაშიც იგულისხმება მატერიალური რესურსები, რომლებიც შესაძლებელს გახდის აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციის შესრულებას და შესაბამისად, კოლექტიური საინვესტიციო ქონების მართვას, მაგ., მიზნისთვის შესაბამისი ოფისის ქონა და სხვა აღჭურვილობა.⁵⁹⁵ დასახელებული ნორმის თანახმად ამ ქონების ობიექტების შეძენა დასაშვებია მხოლოდ საინვესტიციო საზოგადოების საწარმოო კაპიტალით.

ოპერატიული საქმიანობისთვის საჭირო ქონების ობიექტების შეძენასთან დაკავშირებული ნორმა გამომდინარეობს UCITS-ის დირექტივის 50-ე მუხლის მე-3 პუნქტიდან, რომელთან სრულ შესაბამისობაში არის ასევე ქართული კანონმდებლობაც და ითვალისწინებს საინვესტიციო კომპანიის მიერ მოძრავი ან უძრავი ან/და არამატერიალური აქტივის შეძენის შესაძლებლობას, რომელიც აუცილებელია მისი საქმიანობის განსახორციელებლად.⁵⁹⁶ თუმცა გერმანული

⁵⁹³ საწარმოო და საინვესტიციო აქციებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.6.2.

⁵⁹⁴ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 116.

⁵⁹⁵ *Dornseifer*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 112 Rn. 26; *Wallach*, *Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 112 Rn. 40; *Boxberger*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 112 Rn. 33; *Lorenz*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 112 Rn. 13.

⁵⁹⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის მე-5 პუნქტი. მართალია, UCITS-ის დირექტივა ან ქართული კანონმდებლობა აღნიშნულ ნორმას ავრცელებს ნებისმიერ საინვესტიციო კომპანიაზე, თუმცა ის განსაკუთრებულ აქტუალობას იძენს თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში, რომელიც ამავდროულად აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციასაც ასრულებს. იმ საინვესტიციო კომპანიის მიერ მოძრავი ან უძრავი ან/და არამატერიალური აქტივის შეძენას მისი საქმიანობის განხორციელების მიზნით, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, არ გააჩნია პრაქტიკული რელევანტობა [*Dornseifer*, *Emde/Dornseifer/Dreibus*

რეგულირებისგან განსხვავებით, ეს ნორმა არ შეიცავს მითითებას, თუ საინვესტიციო კომპანიის რომელი ფულადი სახსრებიდან უნდა იქნეს შეძენილი ეს ქონების ობიექტები, რაც ლოგიკურია, ვინაიდან ქართული კანონმდებლობა არ იცნობს საინვესტიციო კომპანიის აქციების დაყოფას საწარმოო და საინვესტიციო აქციებად, და შესაბამისად, ერთმანეთისგან არ განასხვავებს საწარმოო და საინვესტიციო კაპიტალს.

საინტერესოა განისაზღვროს, რამდენად შესაძლებელია ბუღალტრული და სამართლებრივი თვალსაზრისით საწარმოო (საოპერაციო) და საინვესტიციო კაპიტალის ერთმანეთისგან გამიჯვნა და როგორ არეგულირებს ამ საკითხს გერმანული კანონმდებლობა.

ბუღალტრულ გამიჯვნას ითვალისწინებს გერმანიის საინვესტიციო ფონდების ანგარიშგებისა და მათი აქტივების შეფასების შესახებ დადგენილება, რომლის მიხედვით, თვითმართული საინვესტიციო საზოგადოების საწარმოო კაპიტალი და ინვესტორებისგან მოზიდული საინვესტიციო კაპიტალი და შესაბამისი აქტივები, ბალანსში ერთმანეთისგან განცალკევებით უნდა აისახოს.⁵⁹⁷ თუმცა მიიჩნევა, რომ ბალანსში მათი ცალ-ცალკე გამოსახვა კაპიტალის ამ მასების სამართლებრივი გამიჯვნის უზრუნველსაყოფად საკმარისი არის;⁵⁹⁸ არამედ ის მხოლოდ საბალანსო აღრიცხვის გამჭვირვალობასა და ერთეულების ღირებულების დადგენას ემსახურება.⁵⁹⁹

მართალია, გერმანული კანონმდებლობა შეიცავს გარკვეულ მითითებებს, თუმცა მიიჩნევა, რომ ფაქტობრივად საწარმოო და საინვესტიციო კაპიტალის სამართლებრივი გამიჯვნა გათვალისწინებული არ არის.⁶⁰⁰ აღნიშნულზე პირდაპირ მიუთითებს § 115 KAGB-ს ტექსტი, რომელშიც მოხსენიებულია საზოგადოების ერთიანი კაპიტალი.⁶⁰¹ ამ ნორმის თანახმად, საზოგადოების მმართველ ორგანოს შეუძლია გაზარდოს საზოგადოების კაპიტალი ახალი საინვესტიციო აქციების

(Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 25; *Dornseifer*, AG 2008, 53, 59; BT-Drs. 17/12294, 238; *Boxberger*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 112 Rn. 32].

⁵⁹⁷ § 21 Abs. 4 KARBV.

⁵⁹⁸ *Dornseifer*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 29; *Lorenz*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 5.

⁵⁹⁹ *Wallach*, *Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), KAGB, § 115 Rn. 14.

⁶⁰⁰ *Wallach*, *Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), KAGB, § 115 Rn. 8; *Herrmann/Krönke*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetz*, § 110 Rn. 6.

⁶⁰¹ BT-Drs. 16/5576, 84; *Wallach*, *Der Konzern* 2007, 487, 491.

გამოცემით. ხოლო § 110 KAGB-ის თანახმად, საზოგადოების კაპიტალს მიეკუთვნება საინვესტიციო საზოგადოების ყველა ქონების ობიექტი, დიფერენციაცია საწარმოო ქონებასა და საინვესტიციო ქონებას შორის ამ ნორმაშიც არ გვხვდება.⁶⁰²

გაბატონებული შეხედულების თანახმად, გამიჯვნის მიღწევის ეფექტურ გზად რჩება საწარმოო და საინვესტიციო კაპიტალის მასებისთვის ცალ-ცალკე ქვეფონდების შექმნა, რის შედეგადაც ნათლად მოხდება ქონებისა და პასუხისმგებლობის სფეროების ერთმანეთისგან გამიჯვნა.⁶⁰³ აღნიშნული გადაწყვეტა ფართოდ დაინერგა გერმანიის პრაქტიკაში ღია საინვესტიციო საზოგადოებების მიმართ, თუმცა ვინაიდან კანონმდებლობით პირდაპირ გათვალისწინებული არ არის, მისი გამოყენება დამოკიდებულია საინვესტიციო საზოგადოების დამფუძნებლების ნებაზე.⁶⁰⁴ ამდენად, საკანონმდებლო ხარვეზის აღმოფხვრა კვლავ აქტუალური რჩება.

მიიჩნევა, რომ საინვესტიციო საზოგადოების საოპერაციო საქმიანობისთვის განკუთვნილი ქვეფონდი არატიპურია, ვინაიდან ამ შემთხვევაში ქვეფონდისთვის ცალკე სადამფუძნებლო დოკუმენტის შედგენა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნა საჭირო არ არის.⁶⁰⁵ აღნიშნული შეიძლება გამართლდეს კანონის ვიწრო განმარტებით, კერძოდ, საოპერაციო კაპიტალის განცალკევების მიზნით ქვეფონდის მარეგულირებელი ნორმები შეიძლება გამოყენებულ იქნეს მხოლოდ ანალოგიით, ტელეოლოგიური რედუქციის მეთოდის გამოყენებით.⁶⁰⁶ ეს ქვეფონდი თავისი დანიშნულებით შეიძლება გაიგივდეს აქტივების მმართველ კომპანიასთან, რომელიც სხვა ქვეფონდებში გაერთიანებულ საინვესტიციო კაპიტალს მართავს.

ამდენად, მართალია ქონების სამართლებრივი გამიჯვნა თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში არც გერმანულ სამართალში არ არის სრულყოფილად

⁶⁰² Wallach, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 115 Rn. 8.

⁶⁰³ Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 29; Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 116; Sachtleber, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, 117 ff.; Lorenz, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 5; Zetzsche, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 842; Wallach, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 115 Rn. 17; Ebner/Lütke-Uhlenbrock, RdF 2014, 292, 294; Mächler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 108. ქვეფონდებში ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნასთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.6.1.

⁶⁰⁴ Wallach, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 115 Rn. 19.

⁶⁰⁵ Wallach, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 16a; Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 8; Lorenz, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 5.

⁶⁰⁶ Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 8; Lorenz, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 5.

მოწესრიგებული, თუმცა ქართულ სამართალში ასეთ მცდელობასაც ვერ ვხვდებით, ვინაიდან ის ერთმანეთისგან არ განასხვავებს საინვესტიციო კომპანიის საწარმოო (საოპერაციო) და საინვესტიციო კაპიტალს. თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონების გამიჯვნაზე პირდაპირ მითითებას არ შეიცავს UCITS-ის დირექტივა და შეიძლება ითქვას, რომ გერმანული სამართალი ამ თვალსაზრისით სცდება მის მოთხოვნებს, თუმცა ეს მხოლოდ დადებით როლს ასრულებს ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით, რაც კიდევ უფრო თვალსაჩინო გახდება ქვემოთ პასუხისმგებლობის გამიჯვნის საკითხის განხილვისას. ქართული კანონმდებლობა ამ ნაწილში ყურადღების მიღმა ტოვებს საინვესტიციოსამართლებრივ თავისებურებებს და ინვესტორების საჭიროებებს, რომლებიც განსხვავდებიან სააქციო საზოგადოების ჩვეულებრივი აქციონერებისაგან.

3.1.3.2.2. პასუხისმგებლობის გამიჯვნა

გამომდინარე იქედან, რომ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონების სამართლებრივი გამიჯვნა არ არის უზრუნველყოფილი, პრობლემურია ასევე მისი ძირითადი მიზნის - პასუხისმგებლობის სფეროების გამიჯვნის მიღწევა საინვესტიციო კომპანიაში გაერთიანებულ საინვესტიციო ფონდსა და შიდა აქტივების მმართველ კომპანიას შორის. საზოგადოების ერთიანი კაპიტალის ქონა ნიშნავს, რომ საინვესტიციო კომპანიის დამფუძნებელი აქციონერები საბოლოოდ საინვესტიციო აქტივების გამოცემის შედეგად ინვესტორებისგან მოზიდულ კაპიტალში მიიღებენ მონაწილეობას, და პირიქით, ინვესტორები საწარმოო აქტივებით დაგროვილ კაპიტალში, თუმცა ეს ასევე ნიშნავს, რომ საინვესტიციო კომპანიის როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის საოპერაციო საქმიანობასთან დაკავშირებული ვალდებულებები შეეხება და შეამცირებს ასევე ინვესტორების მიერ მისაღებ მოგებას.⁶⁰⁷

ინვესტორის საინვესტიციო ფონდში მონაწილეობის მიზანს რისკების დივერსიფიკაციისა და გარე მმართველობის პრინციპების უპირატესობებით

⁶⁰⁷ *Wallach*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 115 Rn. 15; *Herren/von Tilling*, Kempf (Hrsg.), *Novellierung des Investmentrechts* 2007, 208.

სარგებლობა წარმოადგენს,⁶⁰⁸ სადაც ფონდის მმართველობასთან დაკავშირებული საოპერაციო რისკები⁶⁰⁹ ინვესტორებს ტვირთად არ უნდა დააწვეთ.⁶¹⁰ საინვესტიციო კომპანიისადმი არსებული მოთხოვნები საკუთარ კაპიტალთან დაკავშირებით, უპირველეს ყოვლისა, სწორედ ამ საოპერაციო რისკების უზრუნველყოფას ისახავს მიზნად. ⁶¹¹ თუ ფონდის მმართველობის სფეროდან გამომდინარე რისკები ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისა და გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართული საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში არ ვრცელდება ინვესტორზე, ის ასევე არ უნდა გავრცელდეს ინვესტორზე, რომელიც თავის კაპიტალს თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში აბანდებს.⁶¹²

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, აღნიშნული საკითხი გერმანულ სამართალშიც არ არის სრულყოფილად მოწესრიგებული, თუმცა ვინაიდან გერმანული კანონმდებლობა ერთმანეთისგან განასხვავებს თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის დამფუძნებელი აქციონერების მიერ შეტანილ საწარმოო კაპიტალსა და ინვესტორების მიერ შეგროვებულ საინვესტიციო კაპიტალს,⁶¹³ არსებობს მოსაზრება, რომ შესაძლებელია ინვესტორების იზოლირება საინვესტიციო კომპანიის საოპერაციო რისკებისგან.⁶¹⁴ ეს ნიშნავს, რომ მხოლოდ საინვესტიციო კომპანიის დამფუძნებელი აქციონერების მიერ შეტანილი კომპანიის საკუთარი კაპიტალი აგებს პასუხს საოპერაციო რისკებისთვის, როგორებიცაა, მაგ., ზიანის ანაზღაურების ვალდებულება საინვესტიციო ფონდის აქტივების ღირებულების არასწორად განსაზღვრის ან ისეთი აქტივების შემენის გამო, რომლებიც არ შეესაბამება

⁶⁰⁸ საინვესტიციო ფონდის ძირითად პრინციპებზე იხ. დისერტაციის თავი 1.3.

⁶⁰⁹ საოპერაციო რისკებში იგულისხმება საინვესტიციო კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებული ისეთი რისკები, რომლებიც არ უკავშირდება კაპიტალის ბაზარზე საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებულ ზოგად რისკებს. ესენია მაგ., საინვესტიციო კომპანიის წინააღმდეგ მიმართული ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნები მისი მართლსაწინააღმდეგო და არაკეთილსინდისიერი ქმედებების გამო, მისი საოპერაციო საქმიანობისთვის საჭირო ქონების ობიექტების დაკარგვა/განადგურება, ასევე ხარჯების ანაზღაურება, რომელიც გარკვეული შეცდომით, არასწორი ხარჯთაღრიცხვით, სახელშეკრულებო პარტნიორებთან დაკავშირებით, არაკეთილსინდისიერი ქმედებით არის გამოწვეული და სხვა [European Commission, Communication SEC/2001/1004, 3.2.2.4].

⁶¹⁰ *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 104 f.

⁶¹¹ აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთარ კაპიტალთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.2.1.2.

⁶¹² *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 104 f.

⁶¹³ საწარმოო და საინვეტიციო აქციებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 1.6.2.

⁶¹⁴ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 101; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 102 ff.; *Herren/von Tilling*, Kempf (Hrsg.), Novellierung des Investmentrechts 2007, 209 f.; *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, 192 f.; *Dornseifer*, AG 2008, 53, 59; *Eckhold*, ZBB 2016, 102, 110.

საინვესტიციო ფონდის რისკის პროფილს.⁶¹⁵ თუმცა როგორც ქონების გამიჯვნის განხილვისას აღვნიშნეთ, ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნის სანდო და ეფექტურ გზად მიიჩნევა საინვესტიციო კომპანიის საწარმოო (საოპერაციო) კაპიტალისა და ინვესტორებისგან მოზიდული საინვესტიციო კაპიტალის გამიჯვნის მიზნით მათი ცალ-ცალკე ქვეფონდებში გაერთიანება. აღნიშნულით უზრუნველყოფილია, რომ საინვესტიციო საზოგადოების დამფუძნებელი აქციონერები მხოლოდ საინვესტიციო საზოგადოებისთვის განხორციელებული სამეწარმეო საქმიანობიდან გამომდინარე მოგებასა და ზარალში მონაწილეობენ, ხოლო ინვესტორები არ აგებენ პასუხს საწარმოო კაპიტალისთვის შექმნილი ქვეფონდის ვალდებულებებისთვის და მხოლოდ საინვესტიციო კაპიტალის ინვესტირების შედეგად გენერირებულ მოგებას იღებენ.⁶¹⁶

ვინაიდან ქართული სამართალი არავითარ მითითებას არ შეიცავს საინვესტიციო კომპანიაში სხვადასხვა დანიშნულების მქონე კაპიტალის ერთმანეთისგან გამიჯვნის თაობაზე და თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიას განიხილავს ჩვეულებრივ სააქციო საზოგადოებად, რომელსაც საზოგადოების ერთიანი კაპიტალი გააჩნია, მისი როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის გადახდიუსუუნარობის ან ლიკვიდაციის შემთხვევაშიც ინვესტორების საინვესტიციო კაპიტალი სრულად იქნება გათვალისწინებული საინვესტიციო კომპანიის სალიკვიდაციო მასაში, რაც უხეშად არღვევს ინვესტორების ინტერესებს და აუცილებელს ხდის საკანონმდებლო რეფორმის გატარებას.

ამდენად, თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში, ერთობლივ საინვესტიციო ფონდსა და გარე მართულ საინვესტიციო კომპანიასთან შედარებით, ინვესტორის დაცვის დაბალი სტანდარტია შემოთავაზებული. ინვესტორის დაცვა და საინვესტიციო სამართლის თავისებურებები გათვალისწინებული უნდა იყოს ნებისმიერ შემთხვევაში, მიუხედავად საინვესტიციო ფონდის სამართლებრივი კონსტრუქციისა.

⁶¹⁵ *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 102; *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 101 f.

⁶¹⁶ *Wallach*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 117 Rn. 16.

3.2 აქტივების მმართველი კომპანიის რეგულირება

ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან მექანიზმს წარმოადგენს აქტივების მმართველი კომპანიის მკაცრი საკანონმდებლო რეგულირება, რაც უპირატესად მმართველობის რისკის შემცირებას ისახავს მიზნად, რომელსაც ინვესტორი საინვესტიციო ფონდში მონაწილეობით ექვემდებარება. აქტივების მმართველი კომპანია, როგორც საინვესტიციო ფონდის მმართველი და მისი ქონების განმკარგველი ექვემდებარება არაერთ შეზღუდვას, როგორებიცაა მაგალითად, სამართლებრივი ფორმის არჩევის შეზღუდვა, კანონმდებლობით მკაფიოდ განსაზღვრული დასაშვები საქმიანობა, მოთხოვნები მინიმალურ საკუთარ კაპიტალთან დაკავშირებით, ანგარიშგების ვალდებულებები და სხვა. აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლის არაერთი მექანიზმი იმის გარანტი უნდა იყოს, რომ მას არ მიეცეს საშუალება, ბოროტად გამოიყენოს მის ხელთ არსებული ფართო ძალაუფლება და არ მიაყენოს ზიანი ინვესტორის ინტერესებს.

3.2.1 ლიცენზირება

აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საქმიანობის განხორციელება, რაც საინვესტიციო ფონდის მართვას და მასთან დაკავშირებული მომსახურებების გაწევას გულისხმობს, დაუშვებელია საზედამხედველო ორგანოს ნებართვის გარეშე.⁶¹⁷ საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, აქტივების მმართველი კომპანია, რომელიც მიზნად ისახავს მართოს UCITS ან გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორების საინვესტიციო ფონდი, იგივე ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდები, საჭიროებს ლიცენზირებას,⁶¹⁸ ხოლო სხვა ტიპის, შესაბამისად, რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდების მართვის მიზნით საკმარისია მისი რეგისტრაცია საზედამხედველო ორგანოს მიერ.⁶¹⁹ ვინაიდან დისერტაცია UCITS-ის ფორმის საინვესტიციო ფონდის

⁶¹⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-19 მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები; Art. 6 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 20 Abs. 1 KAGB.

⁶¹⁸ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლი, რომლის მიხედვით, UCITS-ის ან გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორების საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის მიზნით საზედამხედველო ორგანოსთვის მიმართვის უფლება აქვს მხოლოდ ლიცენზირებულ აქტივების მმართველ კომპანიას.

⁶¹⁹ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ პირველი მუხლის მე-4 პუნქტი.

განხილვით შემოიფარგლება, ყურადღება მხოლოდ ლიცენზირების პროცედურაზე შეჩერდება.

ლიცენზიის მოსაპოვებლად აქტივების მმართველმა კომპანიამ საზედამხედველო ორგანოს უნდა წარუდგინოს ინფორმაცია და შესაბამისი დამამტკიცებელი საბუთები იმის თაობაზე, რომ ის რეგისტრირებულია მეწარმეთა და არასამეწარმეო იურიდიული პირების რეესტრში შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებად ან სააქციო საზოგადოებად, მისი კაპიტალის ოდენობა შეესაბამება კანონმდებლობის მოთხოვნებს და ის აღჭურვილია საქმიანობის განსახორციელებლად საკმარისი საშუალებებით, მმართველი ორგანოს წევრები არიან კეთილსინდისიერი და გააჩნიათ საკმარისი გამოცდილება შესაბამისი საქმიანობის განსახორციელებლად, კომპანიის მნიშვნელოვანი წილის მფლობელი პირები არიან შესაფერისი ჯანსაღი და კეთილგონივრული მართვის საჭიროების გათვალისწინებით. აქტივების მმართველმა კომპანიამ უნდა წარადგინოს ასევე საქმიანობის პროგრამა, სადაც აღწერილია თუ როგორ აპირებს ის კანონით მასზე დაკისრებული ვალდებულებების შესრულებას, ასევე ინფორმაცია, დადებული აქვს თუ არა შეთანხმება მესამე პირებთან უფლებამოსილებათა დელეგირების შესახებ და სხვა.⁶²⁰

ლიცენზიის მიღების ყველა დასახელებული წინაპირობა მიზნად ისახავს აქტივები მმართველი კომპანიის ეფექტური საქმიანობის უზრუნველყოფას და შესაბამისად, პოზიტიურ გავლენას ახდენენ ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურებისა და მმართველობის რისკების შემცირებაზე.⁶²¹

3.2.1.1. სამართლებრივი ფორმა

აქტივების მმართველი კომპანია შეიძლება ჩამოყალიბდეს სააქციო საზოგადოების ან შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ფორმით.⁶²²

⁶²⁰ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-19 მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები; „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-3 მუხლი; Art. 7 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 21 Abs. 1 KAGB.

⁶²¹ *Donalies, Anlegerschutz bei Investmentfonds*, 133.

⁶²² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-20 მუხლის „ა“ ქვეპუნქტი; § 18 Abs. 1 KAGB-ის თანახმად, აქტივების მმართველი კომპანია დამატებით შესაძლოა ჩამოყალიბდეს კომანდიტური საზოგადოების ფორმით, თუ პერსონალურად პასუხისმგებელი პარტნიორი მხოლოდ

ფინანსური სექტორის რეგულირებული სუბიექტები, როგორც წესი, კაპიტალური ტიპის საზოგადოებების სამართლებრივი ფორმით ყალიბდებიან, რომელთაც, განსხვავებით პერსონალური ტიპის საზოგადოებებისგან, ახასიათებთ მკვეთრად გამოხატული ორგანიზაციული სტრუქტურა და ნების ფორმირების პროცესი, ასევე ისინი ექვემდებარებიან მეტ იმპერატიულ ნორმებს და მკაცრ ზედამხედველობას.⁶²³ სამართლებრივი ფორმის არჩევის შეზღუდვის მიზანი შეიძლება იყოს ასევე მისწრაფება მეტი გამჭვირვალობისა და უნიფიკაციისკენ, რაც ემსახურება როგორც ინვესტორის დაცვას, ასევე ზედამხედველობის გამარტივებას.⁶²⁴

ინვესტორის დაცვის ეფექტური ზედამხედველობისა და კონტროლის მიზნით გერმანული კანონმდებლობა ითვალისწინებს სამეთვალყურეო საბჭოს ფორმირების ვალდებულებას შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ფორმით დაფუძნებული აქტივების მმართველი კომპანიის შემთხვევაშიც.⁶²⁵ აღნიშნული რეგულაციის გათვალისწინება ქართულ სამართალში ასევე პოზიტიურ ზეგავლენას იქონიებს ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით.

შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება იქნება. გერმანული კანონმდებელი კომანდიტური საზოგადოების დასაშვებ ფორმად დამატებას ასაბუთებს კაპიტალის ინვესტიციის კოდექსის (KAGB) ძალაში შესვლის დროისათვის არსებული დახურული საინვესტიციო ფონდების პრაქტიკული საჭიროებით. ვინაიდან ეს ფონდები უმეტესად კომანდიტური საზოგადოების ფორმით ყალიბდებოდნენ, აქტივების მმართველი კომპანიისათვის ამ ფორმით ჩამოყალიბების აკრძალვა არაერთ სირთულესთან იქნებოდა დაკავშირებული [BT-Drs. 17/12294, 212; *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153, 160; *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 18 Rn. 2.].

⁶²³ *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 18 Rn. 3.

⁶²⁴ მოსაზრება, რომ ამ დანაწესის მიზანია აქტივების მმართველ კომპანიაზე კაპიტალური ტიპის საზოგადოებებისთვის დამახასიათებელი ინფორმაციის საჯაროობის, საკუთარი კაპიტალის ქონის ვალდებულებებისა და მკაცრი საზედამხედველო კონტროლის გავრცელება, აღარ არის აქტუალური, ვინაიდან საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობა შეიცავს საკუთარ, უფრო მკაცრ მოთხოვნებს აღნიშნულ მიზნებთან დაკავშირებით [*Wieland*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 6; *Steck/Gringel*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 6 InvG Rn. 6 f.; *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 18 Rn. 3].

⁶²⁵ § 18 Abs. 2 S. 1, Abs. 4 KAGB.

3.2.1.2. საკუთარი კაპიტალი⁶²⁶

აქტივების მმართველმა კომპანიამ უნდა შეასრულოს საინვესტიციო ფონდების კანონმდებლობით განსაზღვრული სპეციალური მოთხოვნები მინიმალური კაპიტალის შევსებასთან დაკავშირებით, რომელიც მნიშვნელოვნად აღემატება „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებულ მოთხოვნებს. კერძოდ, აქტივების მმართველი კომპანიის, ასევე თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის მინიმალური საკუთარი კაპიტალი უნდა შეადგენდეს 300 000 ლარს.⁶²⁷ ამასთან, თუ აქტივების მმართველის მართვის ქვეშ მყოფი საინვესტიციო ფონდ(ებ)ის პორტფელ(ებ)ის ჯამური ღირებულება 250,000,000 ლარს აღემატება, მას უნდა ჰქონდეს დამატებითი საკუთარი კაპიტალი, რომელიც განისაზღვრება ნამეტი პორტფელის 0.02 პროცენტის ოდენობით.⁶²⁸

მინიმალური კაპიტალის ვალდებულება ემსახურება აქტივების მმართველი კომპანიის/თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის სათანადო მდგომარეობაში ყოფნის უზრუნველყოფას, რეგულარულად შეასრულოს მისი საქმიანობიდან გამომდინარე ვალდებულებები.⁶²⁹ ამდენად, ის ასრულებს გარანტიის ფუნქციას და წარმოადგენს პასუხისმგებლობის უზრუნველყოფის მასას, რომლითაც, უპირველეს ყოვლისა, აქტივების მმართველი კომპანიის საოპერაციო რისკებიდან⁶³⁰ წარმოშობილი ზიანის ანაზღაურების უზრუნველყოფა უნდა მოხდეს.⁶³¹ რაც შეეხება

⁶²⁶ UCITS-ის დირექტივა იყენებს „საწყისი კაპიტალის“ ცნებას (initial capital, Anfangskapital), ხოლო „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი „საკუთარი კაპიტალის“ ცნებას. აღნიშნული შინაარსობრივად შეესაბამება „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 28-ე მუხლით განსაზღვრულ „განთავსებული კაპიტალის“ ცნებას.

⁶²⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის „კ“ ქვეპუნქტის პირველი წინადადება, მე-20 მუხლის „ზ“ ქვეპუნქტის პირველი წინადადება.

⁶²⁸ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-6 მუხლის მე-2 პუნქტი.

⁶²⁹ European Commission, Communication SEC/2001/1004, 3.2.2.4; Recital 9 of the UCITS Directive 2009/65/EC; Recital 23 of the AIFM Directive 2011/61/EU; *Steck/Gringel*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 11 InvG Rn. 3; *Seibel*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 1; *Bentele*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 25 KAGB Rn. 4; *Wieland*, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 3; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 25 KAGB Rn. 1 f.

⁶³⁰ საოპერაციო რისკებში იგულისხმება აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობიდან გამომდინარე რისკები, რომლებიც საინვესტიციო ფონდის მართვასთან არის დაკავშირებული, მაგალითად, მას ეკისრება ხარჯების ანაზღაურება, რომელიც გარკვეული შეცდომით, არასწორი ხარჯთაღრიცხვით, სახელშეკრულებო პარტნიორებთან დავის წარმოებით, არაკეთილსინდისიერი ქმედებით არის გამოწვეული და სხვა [European Commission, Communication SEC/2001/1004, 3.2.2.4].

⁶³¹ *Steck/Gringel*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 11 InvG Rn. 3; *Zeller*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGB, AusInvestmG, § 2 KAGB Rn. 6; Recital 23 of the AIFM Directive 2011/61/EU; *Wieland*,

დამატებითი საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნას სამართავი საინვესტიციო ფონდის პორტფელის მოცულობიდან გამომდინარე, მას საფუძვლად უდევს მოსაზრება, რომ რაც უფრო დიდია პორტფელის მოცულობა და შესაბამისად, მმართველობის ხარჯები, მით უფრო დიდია საოპერაციო რისკების დადგომის ალბათობა და შესაბამისად, საკუთარი კაპიტალიც უფრო მაღალი უნდა იყოს.⁶³²

ქართული სამართლისგან განსხვავებით UCITS-ის დირექტივა და მასთან სრულ შესაბამისობაში მყოფი გერმანიის კანონმდებლობა ითვალისწინებს დიფერენცირებულ მიდგომას აქტივების მმართველი კომპანიისა და თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის კაპიტალის ოდენობასთან დაკავშირებით. კერძოდ, აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების წინაპირობას წარმოადგენს საწყისი კაპიტალის ქონა სულ მცირე 125 000 ევროს ოდენობით, ამასთანავე, იმ შემთხვევაში, თუ აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართული პორტფელის ჯამური ღირებულება 250 000 000 ევროს გადააჭარბებს, ის უნდა ფლობდეს დამატებით საშუალებებს ამ ნამეტო თანხის 0,02 %-ის ოდენობით; ხოლო თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის, იგივე შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის საწყისი კაპიტალი უნდა შეადგენდეს სულ მცირე 300 000 ევროს.⁶³³

თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის მიმართ უფრო დიდი ოდენობით მინიმალური საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნა საბუთდება იმ გარემოებით, რომ ამ შემთხვევაში საინვესტიციო ფონდის სტრუქტურიდან გამომდინარე, რაც აქტივების მმართველისა და საინვესტიციო ფონდის ერთი სამართლის სუბიექტში გაერთიანებას გულისხმობს, იზრდება პოტენციური ინტერესის კონფლიქტებისა და შესაბამისად, ინვესტორების წინაშე საინვესტიციო კომპანიის პასუხისმგებლობის დადგომის რისკებიც.⁶³⁴ მიზანშეწონილი იქნებოდა დიფერენცირებული მიდგომის დამკვიდრება ქართულ სამართალშიც და თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის კაპიტალის

Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 3; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 25 KAGB Rn. 1.

⁶³² *Wieland*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 4.

⁶³³ Art. 7 para. 1, Art. 29 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 25 Abs. 1 KAGB.

⁶³⁴ *Bentele*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 25 Rn. 10; *Wieland*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 10.

ოდენობის გაზრდა, რომელიც დაახლოებით 3-ჯერ ნაკლებია ევროდირექტივით განსაზღვრულ 300 000 ევროსთან შედარებით.⁶³⁵

ამ საკითხზე მსჯელობისას, მნიშვნელოვანია გავითვალისწინოთ ის გარემოებაც, რომ ქართული სამართალი არ ითვალისწინებს თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში საწარმოო (საოპერაციო) ქონებისა და საინვესტიციო ქონების ერთმანეთისგან გამიჯვნას.⁶³⁶ შედეგად, საინვესტიციო კომპანიის საკუთარი კაპიტალი შეიძლება გამოყენებულ იქნეს ასევე საინვესტიციო მიზნებისთვის და საოპერაციო რისკებთან ერთად დაექვემდებაროს კაპიტალის ბაზარზე ინვესტიციასთან დაკავშირებულ ზოგად რისკებს; შესაბამისად, მაღალი საბაზრო რყევების რისკიდან გამომდინარე, მიზანშეწონილია, მინიმალური კაპიტალის უფრო მაღალი ოდენობით განსაზღვრა, რათა მუდმივად შენარჩუნებული იყოს მისი ოდენობა.⁶³⁷ ამის საწინააღმდეგოდ, არ არსებობს საშიშროება, რომ საინვესტიციო ფონდის ერთეულებთან დაკავშირებული საბაზრო რყევები რაიმე ზეგავლენას მოახდენს გარე აქტივების მმართველი კომპანიის საკუთარ კაპიტალზე, ვინაიდან ის საინვესტიციო ფონდისგან სამართლებრივად და ეკონომიკურად განცალკევებულ სუბიექტს წარმოადგენს.⁶³⁸ ამდენად, ამ თვალსაზრისითაც გამართლებულია საკუთარი კაპიტალის დიფერენცირებულად განსაზღვრა.

UCITS-ის დირექტივა დამატებით ითვალისწინებს ე.წ. ხარჯებზე დამოკიდებულ დამატებით კაპიტალს, რომელიც უნდა შეადგენდეს აქტივების მმართველი კომპანიის წინა წლის ადმინისტრაციული ხარჯების მინიმუმ ერთ მეოთხედ ნაწილს.⁶³⁹ აღნიშნულთან შესაბამისობაში მყოფი გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, თუ აქტივების მმართველ კომპანიას წინა წლის ანგარიშგება არ გააჩნია, შესაბამისი კაპიტალის ოდენობა უნდა განისაზღვროს მიმდინარე წლის საქმიანობის გეგმით გათვალისწინებული ხარჯების მიხედვით.⁶⁴⁰ ქართული კანონმდებლობა ხარჯებზე

⁶³⁵ თუმცა გასათვალისწინებელია ის გარემოებაც, რომ საქართველოს აკისრია ევროკავშირის დირექტივებთან დაახლოების და არა სრულად ჰარმონიზების ვალდებულება. ნაკლებად მკაცრი მოთხოვნების არსებობა კი დადებით როლს შეასრულებს საინვესტიციო ფონდების სფეროში საქართველოს კონკურენტუნარიანობის გაზრდის თვალსაზრისით სხვა ქვეყნებთან შედარებით.

⁶³⁶ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონების გამიჯვნაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.3.2.2.1.

⁶³⁷ *Stabenow, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 9; European Commission, Communication SEC/2001/1004, 3.2.2.6.*

⁶³⁸ *Stabenow, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 9.*

⁶³⁹ Art. 7 para. 1 subpara. a (iii) of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁶⁴⁰ § 25 Abs. 4 S. 2 KAGB.

დამოკიდებულ დამატებით კაპიტალს არ ითვალისწინებს და ამდენად, ამ ნაწილში არ არის შესაბამისობაში დირექტივის მოთხოვნებთან.

პოზიტიურად უნდა შეფასდეს ქართული კანონმდებლობის დაახლოება AIFM-ის დირექტივის მე-9 მუხლის მე-7 პუნქტთან, ⁶⁴¹ რომლის მიხედვით, აქტივების მმართველი კომპანია ვალდებულია ჰქონდეს დამატებითი საკუთარი კაპიტალი მის მიერ მართული პორტფელ(ებ)ის ჯამური ღირებულების 0.01 პროცენტის ოდენობით ან პასუხისმგებლობის დაზღვევა პროფესიული დაუდევრობით გამოწვეული პოტენციური პასუხისმგებლობის რისკების დასაფარად. ⁶⁴² პროფესიული პასუხისმგებლობის რისკებში მოიაზრება მაგ., შეცდომაში შემყვანი და არასწორი განცხადებების გაკეთება ინვესტორების მიმართ, ქმედებები ან შეცდომები, რომლებიც იწვევს ფიდუციური და სხვა კანონმდებლობით გათვალისწინებული ვალდებულებების დარღვევას, არაკეთილსინდისიერი ან თაღლითური ქმედებების აღსაკვეთად სათანადო ღონისძიებების გაუტარებლობა, აქტივების ან ერთეულების ფასის არასწორად გამოთვლა და სხვ. ⁶⁴³ პროფესიული პასუხისმგებლობის ჩამოთვლილი რისკები წარმოადგენს კომპანიის საოპერაციო რისკების ნაწილს. ⁶⁴⁴ ამ რეგულირების შედეგად გაუმჯობესდება აქტივების მმართველი კომპანიის ფინანსური მდგომარეობა და პროფესიული პასუხისმგებლობის დადგომის შემთხვევაში ის შეძლებს სრულად დააკმაყოფილოს ინვესტორების მოთხოვნები. ⁶⁴⁵ აღსანიშნავია, რომ როგორც წესი, მხოლოდ საწყისი საკუთარი კაპიტალი ამ მიზნებისთვის საკმარისი არ არის. ⁶⁴⁶

⁶⁴¹ საქართველოს AIFM-ის დირექტივასთან დაახლოების ვალდებულება ამ ეტაპზე არ გააჩნია.

⁶⁴² Art. 14, 15 of the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 supplementing AIFM Directive 2011/61/EU with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision; Recital 23 of the AIFM Directive 2011/61/EU; „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-6 მუხლის მე-6 და მე-8 პუნქტები.

⁶⁴³ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-6 მუხლის მე-8 პუნქტი; Art. 12 of the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 supplementing AIFM Directive 2011/61/EU with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision.

⁶⁴⁴ Art. 13 para. 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 supplementing AIFM Directive 2011/61/EU with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision; *Seibel, Wietnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 25 Rn. 30 ff.

⁶⁴⁵ *Volhard/Jang, Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann* (Hrsg.), AIFM-Richtlinie, Art. 9 Rn. 1.

⁶⁴⁶ *Volhard/Jang, Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann* (Hrsg.), AIFM-Richtlinie, Art. 9 Rn. 1.

აქტივების მმართველი კომპანია ვალდებულია კაპიტალთან დაკავშირებულ მოთხოვნებს აკმაყოფილებდეს საქმიანობის ყველა ეტაპზე.⁶⁴⁷ წინააღმდეგ შემთხვევაში, ის ვალდებულია საზედამხედველო ორგანოს წარუდგინოს ინფორმაცია არსებული მდგომარეობის გამოსასწორებლად მიღებული ან მისაღები ღონისძიებების შესახებ.⁶⁴⁸ ამ ინფორმაციის წარუდგენლობისას ან გატარებული ღონისძიებების წარუმატებლობის შემთხვევაში საზედამხედველო ორგანო უფლებამოსილია, გააუქმოს აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზია.⁶⁴⁹

3.2.1.3. დასაშვები საქმიანობა

აქტივების მმართველი კომპანიის ძირითად საქმიანობას წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის მართვა, რაც გულისხმობს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 25-ე მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტებით გათვალისწინებული ფუნქციების განხორციელებას, ესენია: საინვესტიციო ფონდის პორტფელისა და რისკების მართვა, მასთან დაკავშირებული ადმინისტრაციული საქმიანობა და ერთეულების შეთავაზება.⁶⁵⁰ მას ეკრძალება სხვა საქმიანობის განხორციელება, გარდა კანონით პირდაპირ გათვალისწინებული სხვა დამატებითი მომსახურებებისა.⁶⁵¹ საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, ეს დამატებითი მომსახურებებია: ინდივიდუალური საინვესტიციო პორტფელების მართვა ინვესტორთა მიერ დისკრეციულად მინიჭებული უფლებამოსილების ფარგლებში, საინვესტიციო რჩევის მიცემა და საინვესტიციო ფონდების ერთეულების შენახვა და ადმინისტრირება.⁶⁵²

⁶⁴⁷ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-6 მუხლის მე-5 პუნქტი; *Baumann, Wietnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 34 Rn. 9; Distler/Dreibus, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 34 Rn. 20.*

⁶⁴⁸ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-11 მუხლის მე-3 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; § 34 Abs. 3 Nr. 6 KAGB.

⁶⁴⁹ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-11 მუხლის მე-3 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი, მე-12 მუხლის „გ“ ქვეპუნქტი; „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; § 39 Abs. 3 Nr. 2 KAGB.

⁶⁵⁰ აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციებზე იხ. წინამდებარე დისერტაციის თავი 1.5.2.

⁶⁵¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 25-ე მუხლის მე-4 პუნქტი, Art. 6 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 20 Abs. 2 KAGB.

⁶⁵² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 25-ე მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 6 para. 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

საინვესტიციო ფონდის მართვის გარდა სხვა საქმიანობის განხორციელებასთან დაკავშირებული შეზღუდვა, ე.წ. სპეციალურობის პრინციპი (Spezialitätsgrundsatz), ემსახურება ინვესტორის დაცვას, რამდენადაც აღნიშნული უზრუნველყოფს სხვა შესაძლო საქმიანობებიდან გამომდინარე ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან არიდებას და ხელს უწყობს აქტივების მმართველ კომპანიაში სპეციალური ცოდნისა და გამოცდილების დაგროვებას.⁶⁵³ აღნიშნული არაპირდაპირ ემსახურება ასევე მისი გადახდისუუნარობის რისკის შემცირებას.⁶⁵⁴

3.2.1.4. ხელმძღვანელი პირები

აქტივების მმართველი კომპანიის ხელმძღვანელი პირებისადმი განსაკუთრებული მოთხოვნების დაწესება საკორპორაციოსამართლებრივ მოთხოვნებთან შედარებით კიდევ ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს ინვესტორის ინტერესების დაცვის უზრუნველსაყოფად. ერთ-ერთი ძირითადია მოთხოვნები ხელმძღვანელი პირის კვალიფიკაციასა და კეთილსინდისიერებასთან მიმართებით, რომლის მიხედვით, თითოეულ ხელმძღვანელ პირს უნდა გააჩნდეს საკმარისი გამოცდილება და საკმარისად კარგი რეპუტაცია.⁶⁵⁵ აღნიშნული მნიშვნელოვნად ამცირებს არაკეთილსინდისიერი და არაკვალიფიციური ფონდის მმართველობის რისკს. ამ მოთხოვნების შინაარსის განხილვამდე მნიშვნელოვანია გაირკვეს ხელმძღვანელ პირში მოაზრებული სუბიექტთა წრე.

UCITS-ის დირექტივა შესაბამის სუბიექტად ასახელებს „პირს, რომელიც ფაქტობრივად ხელმძღვანელობს“ აქტივების მმართველ კომპანიას.⁶⁵⁶ აღნიშნულთან სრულ შესაბამისობაში მყოფი გერმანული სამართლის თანახმად, ხელმძღვანელი არის როგორც კანონის ან სადამფუძნებლო შეთანხმების საფუძველზე დანიშნული

⁶⁵³ *Vandamme*, Auf dem Wege der zu einem europäischen Markt für die Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, 19; *Zeller*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 2 KAGG Rn. 24; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2330; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 19.

⁶⁵⁴ *Engert*, der Konzern 2007, 477, 480.

⁶⁵⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-20 მუხლის „დ“ ქვეპუნქტი, მე-13 მუხლის მე-2 პუნქტის „ი“ ქვეპუნქტი; Art. 7 para. 1 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 21 Abs. 1 Nr. 3 und 4 KAGB.

⁶⁵⁶ Art. 7 para. 1 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC - “the persons who effectively conduct the business of a management company; die Personen, die die Geschäfte der Verwaltungsgesellschaft tatsächlich leiten”.

ხელმძღვანელობასა და წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი პირი, ასევე ის პირი, რომელიც აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობას ფაქტობრივად ხელმძღვანელობს.⁶⁵⁷ ეს გადაწყვეტა მიზნად ისახავს შესაბამისი მოთხოვნების გავრცელებას კომპანიის ფაქტობრივ მმართველებზე (Strohmann, Hintermann), რომლებიც არ იკავებენ ოფიციალურ პოზიციას კომპანიაში, თუმცა ფაქტობრივად იღებენ გადაწყვეტილებებს.⁶⁵⁸ შედეგად, ფაქტობრივად მოქმედი პირები ასევე ექვემდებარებიან ზედამხედველობის მოთხოვნებს და პასუხს აგებენ ინვესტორებისა და სხვა პირების წინაშე.⁶⁵⁹ შესაბამის ჩანაწერს ვხვდებით ასევე „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის საფუძველზე შემუშავებულ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანებაში, რომლის თანახმად, მმართველი ორგანოს წევრების მიმართ დადგენილი მოთხოვნები აგრეთვე ვრცელდება „იმ პირებზე, რომლებსაც პირდაპირ ან არაპირდაპირ აქვთ საქმიანობის დაგეგმვის, მართვისა და კონტროლის უფლებამოსილება და პასუხისმგებლობა.“⁶⁶⁰

საყურადღებოა ასევე „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის ჩანაწერი, რომლის თანახმად, საკმარისი გამოცდილებისა და საკმარისად კარგი რეპუტაციის მოთხოვნებს უნდა აკმაყოფილებდეს აქტივების მმართველი კომპანიის „მმართველი ორგანოს წევრები“, ⁶⁶¹ რომელშიც მოიაზრება დადგენილი წესით არჩეული ან დანიშნული დირექტორები ან/და სამეთვალყურეო საბჭოს წევრები.⁶⁶² UCITS-ის დირექტივა და გერმანული კანონმდებლობა არ იცნობს სპეციალურ მოთხოვნებს რეპუტაციასა და გამოცდილებასთან დაკავშირებით სამეთვალყურეო საბჭოს წევრების მიმართ, ვინაიდან ისინი არ იღებენ გადაწყვეტილებებს კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებით, არამედ მხოლოდ აკონტროლებენ ხელმძღვანელ პირებს. ბუნებრივია, სათანადო კონტროლის განხორციელების მიზნით, მიზანშეწონილია, სამეთვალყურეო საბჭოს წევრებს გააჩნდეთ შესაბამისი

⁶⁵⁷ § 1 Abs. 19 Nr. 15 KAGB.

⁶⁵⁸ BT-Drs. 16/5576, 58.

⁶⁵⁹ Thole, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 21 Rn. 9; Knöfler/Ghedina, WM 2008, 1341, 1343.

⁶⁶⁰ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-5 მუხლის მე-5 პუნქტი.

⁶⁶¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-20 მუხლის „დ“ ქვეპუნქტი.

⁶⁶² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის „3¹⁷“ ქვეპუნქტის თანახმად, მმართველი ორგანო არის „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრული მმართველი ორგანო, რომელშიც მოიაზრება „დადგენილი წესით არჩეული ან დანიშნული დირექტორები ან/და სამეთვალყურეო საბჭო“ - იხ. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის 22-ე პუნქტი.

კომპეტენცია, თუმცა მათ მიმართ საზედამხედველო ორგანოს მიერ შესაბამისობის შემოწმება დამატებით რესურსთან და პროცედურულ სირთულეებთან იქნება დაკავშირებული.

ხელმძღვანელი პირის საკმარისი რეპუტაციის შემოწმების მიზნით საზედამხედველო ორგანომ უნდა გამოიკვლიოს წარსულში დამდგარი ფაქტები.⁶⁶³ პირის სანდოობის შემოწმების უპირველეს მასშტაბს წარმოადგენს სამართალთან შესაბამისი ქცევა, მაგალითად, გარკვეული ეჭვი გაჩნდება მის საკმარის რეპუტაციასთან დაკავშირებით, თუ მას ადრინდელ საქმიანობაში დარღვეული აქვს გულისხმიერების ვალდებულება.⁶⁶⁴ ეჭვი იქმნება ასევე იმ პირის მიმართ, რომელიც არ არის კრედიტუნარიანი ჭარბვალიანობის გამო.⁶⁶⁵ ეროვნული ბანკის ბრძანებით განსაზღვრულია, რომ პირს ეკრძალება ხელმძღვანელობითი უფლებამოსილების განხორციელება, თუ მას წარსულში ჩამორთმეული აქვს ასეთი უფლება, მისმა ქმედებამ გამოიწვია აქტივების მმართველი კომპანიისთვის ან სხვა ფინანსური ინსტიტუტისთვის ზიანის მიყენება, წარსულში მან ბოროტად გამოიყენა მისი უფლებამოსილებები, ნასამართლევა მძიმე ან განსაკუთრებით მძიმე დანაშაულისთვის და სხვ.⁶⁶⁶ რაც შეეხება საკმარის გამოცდილებას, აღნიშნული უნდა დადგინდეს პირის პირადი რეზიუმით, განათლების და სამუშაო გამოცდილების დამადასტურებელი დოკუმენტებით და სხვა.⁶⁶⁷ გამომდინარე იქედან, რომ საქართველოს კანონმდებლობა უშვებს ხელმძღვანელ პირად იურდიული პირის დანიშვნის შესაძლებლობას,⁶⁶⁸ საზედამხედველო ორგანოს უნდა წარედგინოს მისი ხელმძღვანელობაზე უფლებამოსილი ფიზიკური პირის შესახებ ინფორმაცია საკმარის გამოცდილებასა და რეპუტაციასთან დაკავშირებით.

ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან მექანიზმს წარმოადგენს ასევე UCITS-ის დირექტივით გათვალისწინებული ე.წ. ოთხი თვალის პრინციპი, რომლის მიხედვით, აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებული

⁶⁶³ *Thole, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 16.*

⁶⁶⁴ *Thole, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 17.*

⁶⁶⁵ *Marcks, Landmann/Rohmer (Hrsg.), § 35 GewO Rn. 46.*

⁶⁶⁶ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-5 მუხლის მე-4 პუნქტი.

⁶⁶⁷ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-3 მუხლის პირველი პუნქტის „დ“ ქვეპუნქტი; *Fischer/Müller, Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 33 KWG Rn. 49.*

⁶⁶⁸ იხ. „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 43-ე მუხლის მე-5 პუნქტი.

გადაწყვეტილებები მიღებული უნდა იქნეს სულ მცირე ორი პირის მიერ,⁶⁶⁹ რაც ასევე გაზიარებულია გერმანულ სამართალში.⁶⁷⁰ ამ პრინციპის მიზანია ხელმძღვანელი პირების მიერ საქმიანობის განხორციელებისას ურთიერთკონტროლის წარმოება, რაც ხელს შეუწყობს მათზე დაკისრებული ვალდებულებების კეთილსინდისიერად შესრულებას და შეამცირებს სამართალდარღვევების რისკს.⁶⁷¹

საქართველოს კანონმდებლობა არ შეიცავს პირდაპირ მითითებას, რომ აქტივების მმართველი კომპანია ვალდებულია ჰყავდეს მინიმუმ ორი ხელმძღვანელი პირი. მართალია, კანონის ტექსტი „მმართველი ორგანოს წევრებს“ მოიხსენიებს მრავლობით ფორმაში და კანონის ტექსტის გრამატიკული განმარტებიდან გამომდინარე, შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ ის არანაკლებ ორი ხელმძღვანელი პირის ყოლას გულისხმობს, თუმცა აღნიშნულზე პირდაპირი მითითების გაკეთება გამორიცხავდა განსხვავებული ინტერპრეტაციის საშუალებას.

3.2.1.5. მნიშვნელოვანი წილის მფლობელი პირები

აქტივების მმართველი კომპანიისათვის ლიცენზიის მინიჭების ერთ-ერთ წინაპირობას წარმოადგენს საზედამხედველო ორგანოსთვის ინფორმაციის წარდგენა იმ პირების შესახებ, რომლებიც აქტივების მმართველ კომპანიაში მნიშვნელოვან წილს ფლობენ. საზედამხედველო ორგანო არ გასცემს ლიცენზიას, თუ მიიჩნევს, რომ შესაბამისი პირები აქტივების მმართველი კომპანიის ჯანსაღი და კეთილგონივრული მართვის უზრუნველყოფისთვის საჭირო მოთხოვნებს არ აკმაყოფილებენ.⁶⁷² ლეგალური დეფინიციის თანახმად, მნიშვნელოვან წილად განიხილება იმ ფიზიკური ან იურიდიული პირის პირდაპირი ან არაპირდაპირი მონაწილეობა აქტივების მმართველ კომპანიაში, რომელიც ფლობს კომპანიის კაპიტალის ან ხმის უფლების

⁶⁶⁹ Recital 10, Art. 7 para. 1 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁶⁷⁰ §§ 21 Abs. 1 Nr. 2, 3, 4, § 23 Nr. 2 KAGB.

⁶⁷¹ *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 21 Rn. 9; Vgl. BT-Drs. 7/3657, 15; *Fischer/Müller*, Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 33 KWG Rn. 58.

⁶⁷² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-20 მუხლის „გ“ ქვეპუნქტი; Art. 8 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 23 Nr. 4 KAGB.

სულ მცირე 10 პროცენტს ან მიუხედავად წილის ან ხმის უფლების ოდენობისა, მნიშვნელოვანი გავლენის მოხდენა შეუძლია საწარმოს მმართველობაზე.⁶⁷³

საზედამხედველო ორგანოს მიერ უნდა შეფასდეს, რამდენად მოსალოდნელია მნიშვნელოვანი წილის მფლობელმა მისი პოზიცია აქტივების მმართველი კომპანიისა და მის მიერ მართული საინვესტიციო ფონდის საზიანოდ გამოიყენოს.⁶⁷⁴ აქტივების მმართველი კომპანიისთვის ლიცენზიის მინიჭებაზე უარის თქმის საფუძველი შეიძლება გახდეს, თუ დადგინდება, რომ მნიშვნელოვანი წილის მფლობელი პირი მონაწილეობდა ფულის გათეთრებაში, მის მიერ განხორციელებულ კაპიტალის წარმომავლობა არ არის გამჭვირვალე, მას ჩადენილი აქვს მძიმე დანაშაულები ქონებრივი დელიქტების სფეროში და სხვა.⁶⁷⁵ ნაკლებად მძიმე დანაშაულებისა და სამსახურებრივი გადაცდომების ჩადენის შემთხვევაში, თანაზომიერების პრინციპის გათვალისწინებით, ლიცენზიის მინიჭებაზე უარის თქმის ნაცვლად შესაძლოა გამოყენებულ იქნეს სხვა ღონისძიებები, როგორცაა მაგალითად, შესაბამისი პირისთვის ხმის უფლების გამოყენების აკრძალვა.⁶⁷⁶ ლიცენზიის მინიჭებაზე უარის თქმის საფუძველი შეიძლება გახდეს ასევე პირის სანდოობასთან დაკავშირებული ნეგატიური შეფასებები, რომლებიც არანაირ კრიმინალურ სიტუაციასთან არ არიან კავშირში.⁶⁷⁷

ამ რეგულაციის ძირითად მიზანს წარმოადგენს აქტივების მმართველი კომპანიის ორგანიზებული კრიმინალისა და ფულის გათეთრების მიზნით გამოყენების შეფერხება.⁶⁷⁸ მნიშვნელოვანი წილის მქონე პირებს ხელი უნდა შეეშალოს აქტივების მმართველ კომპანიაზე დამაზიანებელი ზეგავლენის მოხდენაში, რამაც შესაძლოა საფრთხის ქვეშ დააყენოს მისი ფუნქციაუნარიანობა და

⁶⁷³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „კ“ ქვეპუნქტი; Art. 8 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 23 Nr. 4 KAGB.

⁶⁷⁴ *Winterhalder, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 13; *Bentele, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme* (Hrsg.), Investmentgesetze, § 23 Rn. 15.

⁶⁷⁵ *Thole, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 29.

⁶⁷⁶ *Beckmann, Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Hrsg.), Investment, 405 § 23 KAGB Rn. 152.

⁶⁷⁷ *Thole, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 26.

⁶⁷⁸ BT-Drs. 12/3377, 40; *Winterhalder, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 13; *Bentele, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme* (Hrsg.), Investmentgesetze, § 23 Rn. 15; *Steck/Gringel, Berger/Steck/Lübbehusen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 7b InvG Rn. 17; *Wieland, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 16.

გადახდისუნარიანობა და საბოლოოდ ხელი შეუშალოს საინვესტიციო ფონდის კანონით განსაზღვრული მიზნების მიღწევას.⁶⁷⁹

3.2.1.6. მჭიდრო კავშირი

აქტივების მმართველი კომპანიისთვის ლიცენზიის მინიჭებაზე უარის თქმის საფუძველია ასევე მჭიდრო კავშირის არსებობა ლიცენზიის მაძიებელ კომპანიასა და ნებისმიერ სხვა ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირს შორის, რომელმაც შესაძლოა შეაფერხოს საზედამხედველო ორგანოს მიერ საზედამხედველო ფუნქციების ეფექტიანი შესრულება; ასევე თუ მჭიდრო კავშირის მქონე ფიზიკურ ან იურიდიულ პირზე ვრცელდება უცხო ქვეყნის კანონმდებლობა, რომლის შესრულებამ ან შესრულებასთან დაკავშირებულმა სირთულეებმა შესაძლოა საფრთხე შეუქმნას საზედამხედველო ორგანოს მიერ საზედამხედველო ფუნქციების ეფექტიან შესრულებას.⁶⁸⁰ ლეგალური დეფინიციის თანახმად, მჭიდრო კავშირი გულისხმობს სიტუაციას, როცა ორი ან ორზე მეტი ფიზიკური ან იურიდიული პირი ერთმანეთთან დაკავშირებული არიან წილის ფლობით, რაც გულისხმობს საწარმოს კაპიტალის ან ხმის უფლების სულ მცირე 20 პროცენტის პირდაპირ ფლობას ან ფლობას კონტროლის მეშვეობით, ასევე მათ დაკავშირებას ისეთი კონტროლის მეშვეობით, რაც გულისხმობს მშობელ და შვილობილ საწარმოებს შორის ურთიერთობას, ასევე მსგავს ურთიერთობას ნებისმიერ პირსა და საწარმოს შორის.⁶⁸¹

ამ რეგულაციის ძირითად მიზანს წარმოადგენს საზედამხედველო ორგანოს ფუნქციების შესრულებაში ხელშეშლის აღკვეთა. ეფექტური კონტროლის განხორციელების მიზნით საზედამხედველო ორგანო საჭიროებს აქტივების მმართველი კომპანიის მთლიანი ორგანიზაციული სტრუქტურის სურათს. გარდა ამისა, გარანტირებული უნდა იქნეს აქტივების მმართველი კომპანიის უსაფრთხოება,

⁶⁷⁹ *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 23 KAGB Rn. 143; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 13; *Wieland*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 16; *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 23 Rn. 26; *Bentele*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 23 Rn. 15.

⁶⁸⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 23-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი; Art. 7 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 23 Nr. 5, 6 KAGB.

⁶⁸¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის „თ“ და „ი“ ქვეპუნქტები; Art. 2 para. 1 subpara. i of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 1 Abs. 19 Nr. 10 KAGB.

რომელსაც შესაძლოა საფრთხე შეექმნას საექვო გარიგებებისა და გაუმჭვირვალე საწარმოს სტრუქტურის გამო.⁶⁸²

3.2.1.7. საქმიანობის პროგრამა

აქტივების მმართველმა კომპანიამ საზედამხედველო ორგანოს ლიცენზიის მოსაპოვებლად ასევე უნდა წარუდგინოს საქმიანობის პროგრამა, რომელიც უნდა მოიცავდეს ინფორმაციას აქტივების მმართველი კომპანიის ორგანიზაციული აგებულებისა და შიდა კონტროლის მექანიზმების შესახებ, აღწერდეს დაგეგმილ საქმიანობას და როგორ აპირებს აქტივების მმართველი კომპანია კანონით მასზე დაკისრებული ვალდებულებების შესრულებას.⁶⁸³

ინფორმაცია აქტივების მმართველი კომპანიის ორგანიზაციული აგებულების შესახებ, უპირველეს ყოვლისა, უნდა შეიცავდეს მონაცემებს ხელმძღვანელი პირის უფლებამოსილებების შესახებ, იგეგმება თუ არა ფილიალების გახსნა, საერთაშორისო საქმიანობა და სხვა.⁶⁸⁴ დაგეგმილი საქმიანობის აღწერაში ძირითადად მოიაზრება ინფორმაცია, თუ რომელი ძირითადი და დამატებითი მომსახურებების განხორციელება არის დაგეგმილი აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ.⁶⁸⁵ ხოლო შიდა კონტროლის მექანიზმებში აღწერილი უნდა იქნეს შიდა კონტროლის პროცედურები და პასუხისმგებელი პირები, ფულის გათეთრების პრევენციასთან თუ პერსონალური მონაცემების დაცვასთან დაკავშირებული ღონისძიებები და სხვა.⁶⁸⁶ ასევე წარმოდგენილი უნდა იქნას დასაბუთება, როგორ იგეგმება კანონით გათვალისწინებული ორგანიზაციული ვალდებულებების შესრულება და ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან არიდება.⁶⁸⁷

⁶⁸² *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 23 KAGB Rn. 167; *Fischer/Müller*, Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 33 KWG Rn. 72.

⁶⁸³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 20-ე მუხლის „ე“ ქვეპუნქტი; Art. 7 para. 1 subpara. c of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 21 Nr. 7 KAGB.

⁶⁸⁴ *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 21 Rn. 28.

⁶⁸⁵ *Thole*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 21 Rn. 27.

⁶⁸⁶ *Fischer/Müller*, Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, CRR-VO, § 32 KWG Rn. 48.

⁶⁸⁷ *Steck/Gringel*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 7a InvG Rn. 12.

3.2.1.8. ლიცენზიის გაუქმება და საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილების შეწყვეტა

აქტივების მმართველი კომპანია ლიცენზიის მოპოვებისთვის აუცილებელ მოთხოვნებს უნდა აკმაყოფილებდეს არამხოლოდ ლიცენზიის მოპოვების ეტაპზე, არამედ მთელი საქმიანობის განმავლობაში. შესაბამისი ცვლილებების შესახებ მან წინასწარ უნდა შეატყობინოს საზედამხედველო ორგანოს, რომელიც იღებს ცვლილებების საზედამხედველო მოთხოვნებთან შესაბამისობის შესახებ გადაწყვეტილებას ერთი თვის ვადაში.⁶⁸⁸

თუ აქტივების მმართველი კომპანია აღარ დააკმაყოფილებს ლიცენზირების მოთხოვნებს, ასევე თუ გაირკვევა, რომ მან ლიცენზია მოიპოვა მცდარი ინფორმაციის წარდგენის ან სხვა კანონსაწინააღმდეგო ქმედების შედეგად, მან არაერთგზის ან უხეშად დაარღვია კანონმდებლობის მოთხოვნები ან არსებობს კანონმდებლობით გათვალისწინებული სხვა შემთხვევები, საზედამხედველო ორგანო გააუქმებს ლიცენზიას. ⁶⁸⁹ ლიცენზიის გაუქმება თავის მხრივ წარმოადგენს აქტივების მმართველი კომპანიისთვის საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილების შეწყვეტის საფუძველს.⁶⁹⁰

აქტივების მმართველ კომპანიას საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილება შეიძლება შეუწყდეს ასევე აქტივების მართვის შესახებ ხელშეკრულების, სადამფუძნებლო დოკუმენტის ან/და კანონმდებლობის შესაბამისად, მის მიმართ გადახდისუუნარობის ან ლიკვიდაციის საქმის წარმოების დაწყების გამო ან საზედამხედველო ორგანოს გადაწყვეტილებით, თუ ის არღვევს კანონმდებლობის მოთხოვნებს და აშკარა საფრთხეს უქმნის ინვესტორების ინტერესებს.⁶⁹¹ იმ შემთხვევაში, თუ მისთვის უფლებამოსილების შეწყვეტა ხდება საკუთარი ინიციატივით ან უფლებამოსილების ვადის ამოწურვის გამო, მას ეკისრება საქმიანობის გაგრძელების ვალდებულება ახალი აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნამდე,⁶⁹² ხოლო სხვა შემთხვევაში საინვესტიციო ფონდი რჩება მმართველის

⁶⁸⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 24-ე მუხლი; § 34 Abs. 1 und 2 KAGB.

⁶⁸⁹ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-12 მუხლი; Art. 7 para. 5 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 39 KAGB.

⁶⁹⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი.

⁶⁹¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის პირველი და მე-2 პუნქტები.

⁶⁹² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის მე-3 პუნქტი.

გარეშე ახალი აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნამდე. თუ ახალი აქტივების მმართველი კომპანია არ დაინიშნება ერთი თვის ვადაში, საზედამხედველო ორგანო გააუქმებს საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციას.⁶⁹³

აღნიშნული რეგულაცია საჭიროებს დამატებით განხილვას ერთობლივ საინვესტიციო ფონდთან მიმართებით, რომელიც წარმოადგენს საკუთარი სამართალსუბიექტობისა და უფლებაუნარიანობის არმქონე წარმონაქმნს და არ შეუძლია სამართლებრივი ქმედებების განხორციელება და გადაწყვეტილებების მიღება აქტივების მმართველი კომპანიის გარეშე. შესაბამისად, ის ვერ მიიღებს გადაწყვეტილებას ახალი აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნის თაობაზე. შესაბამისი გადაწყვეტილების ინვესტორებზე მინდობა ასევე პრაქტიკულ სირთულეებთან იქნება დაკავშირებული; მცირე ინვესტორების მიერ აზრის ფორმირება და საერთო გადაწყვეტილების მიღება რთულად წარმოსადგენია. საკითხის საინტერესო გადაწყვეტას ვხვდებით გერმანულ სამართალში, რომლის თანახმად, აქტივების მმართველი კომპანიისათვის საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილების შეწყვეტისას შესაბამისი უფლებამოსილება გადადის სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე, რომელიც იღებს გადაწყვეტილებას საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდაციის შესახებ და შესაბამის თანხას ანაწილებს ინვესტორებზე ან საზედამხედველო ორგანოს თანხმობით ნიშნავს სხვა აქტივების მმართველ კომპანიას.⁶⁹⁴ აუცილებელია ანალოგიური ან მსგავსი გადაწყვეტა დამკვიდრდეს ასევე ქართულ სამართალში.

3.2.2. აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულებები

3.2.2.1. ქვევის ზოგადი წესები

საინვესტიციო ფონდის იდეის განმსაზღვრელ ერთ-ერთ მნიშვნელოვან პრინციპს წარმოადგენს გარე მმართველობის პრინციპი,⁶⁹⁵ რომლის თანახმად, ინვესტორის ქონებრივი ინტერესების დაკმაყოფილებას საინვესტიციო ფონდში ემსახურება დამოუკიდებელი პირი - აქტივების მმართველი კომპანია. თუმცა

⁶⁹³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 29-ე მუხლის მე-4 პუნქტი.

⁶⁹⁴ § 100 KAGB.

⁶⁹⁵ იხ. დისერტაციის თავი 1.3.2.

აღნიშნულს თან სდევს ინვესტორების კოლექტიური ქონების დაკარგვის ან მისი ღირებულების შემცირების რისკი აქტივების მმართველი კომპანიის არაკეთილსინდისიერი ან არასწორი ქმედების შედეგად.⁶⁹⁶ ამ რისკის შემცირებას ემსახურება მასზე დაკისრებული ფიდუციური ვალდებულებები, რომელსაც გენერალური დათქმის სახით ვხვდებით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონში: აქტივების მმართველი კომპანია უნდა „მოქმედებდეს კეთილსინდისიერად, დამოუკიდებლად, პროფესიონალურად და მხოლოდ საინვესტიციო ფონდისა და მისი ინვესტორების საუკეთესო ინტერესებისთვის,“ და მან უნდა მიიღოს ყველა გონივრული ზომა ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან ასაცილებლად ან სამართავად.⁶⁹⁷ საინვესტიციო ფონდის ფუნდამენტურ პრინციპს წარმოადგენს ასევე ყველა ინვესტორის თანაბრად და სამართლიანად მოპყრობის, შესაბამისად, ცალკეული ინვესტორისთვის უპირატესობის მინიჭების აკრძალვის პრინციპი,⁶⁹⁸ რაც საბოლოოდ ინტერესთა კონფლიქტის პრევენციას ემსახურება.⁶⁹⁹

ქვემოთ განხილულია აქტივების მმართველი კომპანიის ფიდუციური ვალდებულებები, რომელიც ორ ძირითად კატეგორიად - გულისხმიერების (ზრუნვის) და ერთგულების მოვალეობად იყოფა,⁷⁰⁰ და ასევე მისი დამოუკიდებლად მოქმედების ვალდებულება.

⁶⁹⁶ *Dehio*, Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust? 221 f.

⁶⁹⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ა“ და „ვ“ ქვეპუნქტები; Art. 14 para. 1 subpara. a, b, d of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 26 Abs. 2 Nr. 1, 2, 3 KAGB.

⁶⁹⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ზ“ ქვეპუნქტი; § 26 Abs. 2 Nr. 6 und Abs. 3 KAGB.

⁶⁹⁹ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 126 f. აღსანიშნავია, რომ ინვესტორთა სამართლიანი მოპყრობის პრინციპი არ გამოორიცხავს საინვესტიციო ფონდის მიერ განსხვავებული პირობების შემცველი ერთეულის კლასების გამოშვებას.

⁷⁰⁰ *ბურდული/მახარობლიშვილი და ავტორთა კოლექტივი*, საკორპორაციო სამართალი, 177, 178.

3.2.2.1.1. გულისხმიერების მოვალეობა⁷⁰¹

აქტივების მმართველი კომპანია საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებისას უნდა მოქმედებდეს განსაკუთრებული გულისხმიერებით, ⁷⁰² რაშიც შესაბამისი პროფესიული წრეებისათვის დამახასიათებელი გულისხმიერებისა და კეთილსინდისიერების მასშტაბი მოიაზრება.⁷⁰³ კერძოდ, ის უნდა მოქმედებდეს ისე, როგორც შესაბამისი პროფესიული წრეების კეთილსინდისიერი წარმომადგენელი მოიქცეოდა. ⁷⁰⁴ აღნიშნულზე პირდაპირ მიუთითებს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული „პროფესიონალურად“ ქმედების ვალდებულება. აქტივების მმართველ კომპანიას უნდა გააჩნდეს საკმარისი ცოდნა საინვესტიციო ფონდის საქმიანობასთან დაკავშირებულ ძირითად რისკებთან და იმ საინვესტიციო პროდუქტებთან დაკავშირებით, რომელშიც საინვესტიციო ფონდის აქტივების ინვესტიციას ახორციელებს.⁷⁰⁵ ის მუდმივად უნდა იძიებდეს და აანალიზებდეს რელევანტურ ინფორმაციას როგორც კონკრეტულ საინვესტიციო პროდუქტთან, ასევე მთლიანად კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებით, რათა შეეძლოს

⁷⁰¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი აქტივების მმართველი კომპანიის გულისხმიერების ვალდებულების ნაცვლად ასახელებს „კეთილსინდისიერად“ მოქმედების ვალდებულებას, თუმცა მასში გულისხმიერების სტანდარტი უნდა მოვიაზროთ, რაც ასევე ცალსახად გამომდინარეობს დირექტივის ტექსტიდან, (იხ. Art. 14 para. 1 b of the UCITS Directive 2009/65/EC – *Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, care and diligence*). აქტივების მმართველ კომპანიას აკისრია პროფესიული გულისხმიერების ვალდებულება, რომელიც დაცვის ორბიტაში საინვესტიციო ფონდისა და ინვესტორების ინტერესებსა და ქონებრივი უფლებების განსაკუთრებული დაცვის ვალდებულებას აქცევს, რაც გაცილებით მაღალ სტანდარტს ადგენს კეთილსინდისიერების ზოგად ნორმასთან შედარებით. კეთილსინდისიერება ფიდეუციური მოვალეობების შემვსებ და მის შემადგენელ ნაწილად განიხილება, რომელიც კონკრეტულ შინაარსს ფიდეუციური მოვალეობების დარღვევის ცალკეულ შემთხვევებში იძენს [*ბურდული/ჩიტაშვილი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 9/2020, 1, 12; *ბურდული/მახარობლიშვილი და ავტორთა კოლექტივი*, საკორპორაციო სამართალი, 181, 665].

⁷⁰² Art. 18 para. 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 supplementing AIFM Directive 2011/61/EU with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision; *Steck/Stockhorst, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 35.

⁷⁰³ *Herresthal, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 23; *Köndgen, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 9 InvG Rn. 23; *Köndgen/Schmies, Ellenerger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93, Rn. 125.

⁷⁰⁴ *Steck/Stockhorst, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 29.

⁷⁰⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ი“ ქვეპუნქტი; Art. 21 subpara. a of the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 supplementing AIFM Directive 2011/61/EU with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision; *Steck/Stockhorst, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 33 f.; *Herresthal, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 24.

სათანადო რეაგირება გარემოებების შესაძლო ცვლილებებზე.⁷⁰⁶ აღნიშნულიდან გამომდინარე, საინვესტიციო ფონდის მართვის გულისხმიერად განხორციელების აუცილებელ ელემენტს წარმოადგენს სათანადო ორგანიზაციული სტრუქტურის, სისტემების, რესურსებისა და პროცედურების ქონა, რათა უზრუნველყოფილი იყოს მისი საქმიანობის შეუფერხებელი განხორციელება.⁷⁰⁷

გარდა აღნიშნული გენერალური დათქმისა და მის განსახორციელებლად შემუშავებული კონკრეტული მოთხოვნებისა, როგორცაა მაგ., აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულება შეიმუშავოს შიდა კონტროლის მექანიზმები საინვესტიციო ფონდის აქტივების კანონმდებლობისა და სადამფუძნებლო დოკუმენტის შესაბამისად ინვესტირების მიზნით,⁷⁰⁸ გულისხმიერების ვალდებულება არაერთ ნორმაში გვხვდება, ასე მაგ., ნორმები ნებადართული ინვესტიციებისა და გარიგებების, საინვესტიციო ზღვრებისა და პორტფელის დივერსიფიკაციის შესახებ, სესხის აღებასა და სხვა შეზღუდვებთან დაკავშირებით აქტივების მმართველი კომპანიის გულისხმიერების ვალდებულების კანონისმიერ კონკრეტიზაციად განიხილება.⁷⁰⁹

3.2.2.1.2. ერთგულების მოვალეობა

ერთგულების მოვალეობას საინვესტიციო ფონდების სამართალში აქვს ორი ძირითადი ასპექტი: აქტივების მმართველი კომპანია უნდა მოქმედებდეს მხოლოდ საინვესტიციო ფონდისა და მისი ინვესტორების საუკეთესო ინტერესებისთვის და მან თავიდან უნდა აიცილოს ინტერესთა კონფლიქტები, ამის შეუძლებლობის შემთხვევაში კი მართოს ისინი.

⁷⁰⁶ *Schödermeier/Baltzer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 10 KAGG Rn. 9; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 9 InvG Rn. 25; *Herresthal*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 24.

⁷⁰⁷ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-7 მუხლის პირველი პუნქტი; §§ 26 Abs. 2 Nr. 4, 28 Abs 1 KAGB; *Köndgen/Schmies*, Ellengerger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 125.

⁷⁰⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი; Art. 18 para. 3 of the Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 supplementing AIFM Directive 2011/61/EU with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision.

⁷⁰⁹ *Baur*, Investmentgesetze, § 10 KAGG Rn. 16; *Schelm*, Sorgfalts- und Loyalitätspflichten im Investmentrecht, 35 f.

3.2.2.1.2.1 ინვესტორის საუკეთესო ინტერესების სასარგებლოდ

აქტივების მმართველი კომპანია არის მომსახურების გამწვევი, რომელიც ანაზღაურების სანაცვლოდ მართავს კოლექტიურ საინვესტიციო ქონებას და ამდენად, მომსახურების ფარგლებში მან საკუთარი ინტერესები უნდა დაუქვემდებაროს ინვესტორის ინტერესებს.⁷¹⁰ თუმცა კანონის ეს დათქმა არ ნიშნავს, რომ მან მუდმივად ყველაზე უსაფრთხო გზა უნდა აირჩიოს; ეკონომიკური თვალსაზრისით გაანგარიშებადი რისკის გაწევა გამორიცხული არ არის.⁷¹¹

აქტივების მმართველმა კომპანიამ უნდა იხელმძღვანელოს არა ცალკეული ინვესტორის ინტერესებით, არამედ გადამწყვეტია ინვესტორთა ერთიანობის, საინვესტიციო ფონდში მონაწილე ყველა ინვესტორის კოლექტიური ინტერესები.⁷¹²

3.2.2.1.2.2. ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან აცილება ან მართვა

ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან აცილება ან მისი სათანადოდ მართვა წარმოადგენს აქტივების მმართველი კომპანიის ერთ-ერთ ცენტრალურ ვალდებულებას, ვინაიდან მისგან გამომდინარეობს რისკები როგორც ინვესტორთა დაცვასთან, ასევე კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობასა და შესაბამისად, ბაზრის მთლიანობასა და სიძლიერესთან მიმართებით.⁷¹³ ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან აცილებისა თუ მართვის ვალდებულება პოზიტიურ გავლენას ახდენს ინვესტორის ინტერესების წარმოდგენის რისკის შემცირებაზე.⁷¹⁴

კანონმდებელი უშვებს საინვესტიციო ფონდთან მიმართებით არსებულ ურთიერთობებში ინტერესთა კონფლიქტის არსებობის შესაძლებლობას⁷¹⁵ და ერთმანეთისგან განასხვავებს ინტერესთა კონფლიქტს, რომელიც თავიდან

⁷¹⁰ *Steck/Stockhorst*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 44; *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 26 Rn. 42; *Steffen*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 26 Rn. 31.

⁷¹¹ *Steck/Stockhorst*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 51.

⁷¹² *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 26 Rn. 41; *Steck/Stockhorst*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 26 Rn. 44.

⁷¹³ *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 410 § 9 InvG Rn. 251.

⁷¹⁴ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 138.

⁷¹⁵ *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 410 § 9 InvG Rn. 252.

აცილებადია და რომლის თავიდან აცილებაც შეუძლებელია.⁷¹⁶ შეფასებას, რომელი კონფლიქტის თავიდან აცილება შეძლება და რომლის არა, ახორციელებს თავად აქტივების მმართველი კომპანია.⁷¹⁷ ზოგადი დებულებების თანახმად, ინტერესთა კონფლიქტი არ არის თავიდან აცილებადი, თუ აქტივების მმართველმა კომპანიამ მიმართა კანონით გათვალისწინებულ ყველა ღონისძიებას და გამოიყენა მის ხელთ არსებული ყველა რესურსი, თუმცა მისგან დამოუკიდებელი გარემოებების გამო, მისი მცდელობა წარუმატებელი აღმოჩნდება.⁷¹⁸ ასეთ შემთხვევაში მან უნდა განსაზღვროს ღონისძიებები ასეთი ინტერესთა კონფლიქტის მართვის, კონტროლისა და საჭიროების შემთხვევაში მათი გამჟღავნების შესახებ საინვესტიციო ფონდსა და მის ინვესტორებზე ინტერესთა კონფლიქტის უარყოფითი ზეგავლენის პრევენციის მიზნით.⁷¹⁹

ქართული კანონმდებლობა ინტერესთა კონფლიქტთან დაკავშირებით ზოგადი ნორმით შემოიფარგლება და დამატებით კონკრეტიზაციას არ ითვალისწინებს. გერმანულ კანონმდებლობაში ვხვდებით ინტერესთა კონფლიქტის სხვადასხვა სიტუაციის ჩამონათვალს., რომელთა მიხედვით, ინტერესთა კონფლიქტი შეიძლება წარმოიშვას აქტივების მმართველ კომპანიას, ინვესტორებსა თუ სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის და ასევე მათთან დაკავშირებულ პირებთან, მაგ., აქტივების მმართველი კომპანიის პარტნიორთან, სხვა კლიენტთან ან კრედიტორთან; აქტივების მმართველ კომპანიაში მოიაზრება ასევე მისი მმართველი ორგანოს წევრები, თანამშრომლები ან ნებისმიერი სხვა პირი, რომელიც კონტროლის ურთიერთობის მეშვეობით მასთან პირდაპირ ან არაპირდაპირ არის დაკავშირებული.⁷²⁰ ინტერესთა კონფლიქტი შეიძლება წარმოიშვას ასევე საინვესტიციო ფონდს ან მის ინვესტორებსა და აქტივების მმართველი კომპანიის სხვა კლიენტებს შორის და სხვ.⁷²¹

ინტერესთა კონფლიქტის წარმოშობის ძირითად წყაროს წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტებსა და მათთან დაკავშირებულ მესამე

⁷¹⁶ *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 27 Rn. 1; *Steffen*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 26 Rn. 52.

⁷¹⁷ *Steffen*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 26 Rn. 53.

⁷¹⁸ *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 27 Rn. 9.

⁷¹⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის „ვ“ ქვეპუნქტი.

⁷²⁰ § 27 Abs. 1 Nr. 1-4 KAGB; *Steck/Stockhorst*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 27 Rn. 11; *Steffen*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 27 Rn. 16.

⁷²¹ § 27 Abs. 1 Nr. 3 KAGB.

პირებს შორის არსებული ურთიერთსაწინააღმდეგო მიზნების არსებობა. განსაკუთრებით დამახასიათებელია კონფლიქტი აქტივების მმართველი კომპანიის ანაზღაურებისა და საკომისიოს მიღების ინტერესსა და ინვესტორების ინტერესს შორის, ყველაზე ხელსაყრელი ინვესტიციის განხორციელებით ნაკლები რისკის გაწევის პირობებში გამოიმუშაონ მეტი მოგება.⁷²² აღნიშნულის თავიდან აცილებას ემსახურება ნორმა აქტივების მმართველი კომპანიის ანაზღაურების პოლიტიკასა და პრაქტიკასთან დაკავშირებით, რომლის მიხედვით ის ვალდებულია შეიმუშავოს და დანერგოს ისეთი ანაზღაურების პრაქტიკა, რომელიც ხელს შეუწყობს რისკების ეფექტიან მართვას და შეაფერხებს აქტივების მმართველი კომპანიის მენეჯმენტის შემადგენელი ცალკეული პირების დამაზიანებელ ქმედებებს, რომლებიც მზად არიან თავიანთი ანაზღაურების გაზრდის მიზნით საინვესტიციო ფონდის აქტივები დააბანდონ მაღალი რისკის შემცველ აქტივებში.⁷²³ ამასთან, აქტივების მმართველი კომპანიის თითოეული მომსახურება უნდა ექვემდებარებოდეს შინაარსობრივ კონტროლს, ვინაიდან მან მისი ანაზღაურების გაზრდის მიზნით საინვესტიციო ფონდის მიმართ შეიძლება გასწიოს არასაჭირო მომსახურებები, რომლებიც რეალურად კოლექტიური ქონების გაზრდას არ ემსახურება (ე.წ. Churning, Drehen des Fonds).⁷²⁴ ასეთ შემთხვევაში სპეციალიზებული დეპოზიტარი და საზედამხედველო ორგანო უფლებამოსილი და ვალდებული არიან, მოთხოვონ მას ანაზღაურების მისადაგება, ხოლო ინვესტორებს ენიჭებათ შედეგად წარმოშობილი ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება.⁷²⁵ აღნიშნული დადებით გავლენას ახდენს საინვესტიციო პირობების რისკის შემცირებაზე.⁷²⁶

⁷²² *Steck/Stockhorst*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 27 Rn. 13.

⁷²³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 28-ე მუხლი; Art. 14a, 14b of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 37 Abs. 1 KAGB; *Morgenroth/Hesser*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 37 Rn. 5. ანაზღაურების პოლიტიკასა და პრაქტიკასთან დაკავშირებით ESMA-ს შემუშავებული აქვს სახელმძღვანელო პრინციპები - იხ. ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive ESMA/2016/575.

⁷²⁴ *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 27 Rn. 20; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 9 InvG Rn. 39; *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 410 § 9 InvG Rn. 123.

⁷²⁵ *Steck/Stockhorst*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 27 Rn. 13.

⁷²⁶ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 138.

3.2.2.1.3. საქმიანობის დამოუკიდებლად განხორციელების ვალდებულება

აქტივების მმართველმა კომპანიამ თავისი უფლებამოსილებები და ვალდებულებები უნდა განახორციელოს დამოუკიდებლად, მითითებების გარეშე, რაშიც უპირველეს ყოვლისა, მოიაზრება მისი დამოუკიდებლობა სპეციალიზებული დეპოზიტარისგან. აღნიშნულზე მითითება მნიშვნელოვანია, ვინაიდან საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონმდებლობა აქტივების მმართველი კომპანიის საკორპორაციოსამართლებრივ კავშირს სპეციალიზებულ დეპოზიტართან არ გამორიცხავს.⁷²⁷

აქტივების მმართველი კომპანია დამოუკიდებელი უნდა იყოს ასევე ინვესტორებისგან. მიუხედავად იმისა, რომ მან ინვესტორების ინტერესებიდან გამომდინარე უნდა იმოქმედოს, ინვესტორს არ გააჩნია უფლება, გასცეს მითითებები. ⁷²⁸ მსგავსი შესაძლებლობა არ იქნებოდა შესაბამისობაში გარე მმართველობის პრინციპთან.

3.2.2.2. ორგანიზაციული ვალდებულებები

საქმიანობის შეუფერხებლად და სათანადოდ განხორციელების მიზნით აქტივების მმართველ კომპანიას უნდა გააჩნდეს შესაბამისი ორგანიზაციული სტრუქტურა. აღნიშნული ძირითადად მოიცავს სათანადო რისკების მართვის სისტემას, შესაბამის პერსონალურ და ტექნიკურ რესურსებს, შიდა კონტროლის მექანიზმებს მისი მართვის ქვეშ მყოფი აქტივების მუდმივი მონიტორინგისა და მათი კანონმდებლობისა და სადამფუძნებლო დოკუმენტის შესაბამისად ინვესტირების უზრუნველსაყოფად, ინფორმაციული უსაფრთხოებისა და კონტროლის, მათ შორის, ინვესტორების შესახებ კონფიდენციალური ინფორმაციის დაცვის ეფექტურ მექანიზმებს, ინტერესთა კონფლიქტის იდენტიფიცირებისა და მართვის პოლიტიკას და პროცედურებს, საჩივრების მიღებისა და დამუშავების ეფექტურ სისტემას,

⁷²⁷ BT-Drs. 11/5411, 30; *Schmolke* WM 2007, 1909, 1911; *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 26 Rn. 38; აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის ერთმანეთისგან დამოუკიდებლობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.1.

⁷²⁸ *Canaris*, *Bankvertragsrecht*, Rn. 2431.

საქმიანობის უწყვეტობის გეგმას, საინვესტიციო ფონდის აქტივებისა და ვალდებულებების სწორად შეფასების პროცედურებსა და სხვ.⁷²⁹

მნიშვნელოვანია ყურადღება შეჩერდეს რისკების კონტროლის ფუნქციაზე, რომელიც აქტივების მმართველი კომპანიის ცენტრალურ ფუნქციას წარმოადგენს.⁷³⁰ მან უნდა შეიმუშავოს სათანადო რისკის მართვის პრინციპები და მუდმივად იზრუნოს მათ განხორციელებაზე.⁷³¹ აღნიშნული მოიცავს პროცესებს რისკების სისტემური გამოვლენის, შეფასების, მართვის, კონტროლის და ზედამხედველობის მიზნით.⁷³² აქტივების მმართველმა კომპანიამ ადრეულ ეტაპზე უნდა გამოავლინოს საინვესტიციო პროდუქტებთან დაკავშირებული რისკები და შეაფასოს მათი გავლენები, რა მოცულობით შეიძლება ამ რისკების თავიდან აცილება, შემცირება ან პროდუქტთან დაკავშირებული შანსებისა და რისკების ურთიერთშეპირისპირების საფუძველზე, საერთოდ იქნება თუ არა მიზანშეწონილი მასში ინვესტიციის განხორციელება.⁷³³

რისკების მართვის ფუნქცია როგორც ფუნქციურად, ასევე იერარქიულად განცალკევებული უნდა იყოს საინვესტიციო ფონდის პორტფელის მართვის ფუნქციისგან.⁷³⁴ რისკების მენეჯმენტი არსებით როლს ასრულებს რისკების პროფილისა და საინვესტიციო ფონდის ძირითადი საინვესტიციო სტრატეგიის განსაზღვრაში და ამდენად, შეიმუშავებს იმ ფარგლებს, რომელშიც უნდა იმოძრაოს პორტფელის მმართველმა, თუმცა კონკრეტულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს

⁷²⁹ „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-7 მუხლი; § 28 KAGB.

⁷³⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი; Art. 51 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 28 Abs. 1 Nr. 1, 29 KAGB.

⁷³¹ Art. 38 para. 1 of the Commission Directive 2010/43/EU implementing UCITS Directive 2009/65/EC as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company.

⁷³² Art. 38 para. 2 of the Commission Directive 2010/43/EU implementing UCITS Directive 2009/65/EC as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company; *Klusak*, *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG*, *InvStG*, § 80b *InvG* Rn. 3 ff; *Josek/Steffen*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 29 Rn. 2.

⁷³³ *Josek/Steffen*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 29 Rn. 2.

⁷³⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „დ“ ქვეპუნქტი, § 29 KAGB; *Wieland*, *Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 17 Rn. 15; *Sprengnether/Wächter*, *WM* 2014, 877, 880 ff.; *Josek/Steffen*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.) *Investmentgesetze*, § 29 Rn. 30 ff.

მხოლოდ ეს უკანასკნელი იღებს.⁷³⁵ ფუნქციური დაყოფა მიზნად ისახავს ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან არიდებას, რადგან რისკების შეფასებისას მოგებაზე ორიენტირებული სტრატეგიული ქცევის საშიშროება არსებობს, რაც, თავის მხრივ, დააზიანებდა რისკის მართვის სისტემის ეფექტურობას.⁷³⁶ სრულყოფილი განცალკევება იდეალურ შემთხვევაში მიიღწევა საკმარისი პერსონალური განცალკევებით, ორგანიზაციულ სტრუქტურაში ცალსახა და ამომწურავი უფლებამოსილებების რეგულირებით.⁷³⁷ ფაქტობრივად და ფორმალურად უფლებამოსილი გადაწყვეტილების მიმღები პირები ხელმძღვანელობის დონეზე არსებული ყველა პირის ჩათვლით პიროვნულად სხვადასხვა უნდა იყოს.⁷³⁸

3.2.2.3. საინვესტიციო ფონდის ინტერესების დაცვის ვალდებულება მესამე პირების წინაშე

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის თანახმად, აქტივების მმართველი კომპანია ვალდებულია დაიცვას საინვესტიციო ფონდისა და მისი ინვესტორის ინტერესები მესამე პირების, მათ შორის, სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინაშე⁷³⁹ და საჭიროების შემთხვევაში აღძრას სარჩელი მათ წინააღმდეგ.⁷⁴⁰ აქტივების მმართველი კომპანიის ეს ვალდებულება წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის პორტფელის მართვის ფუნქციის ლოგიკურ გაგრძელებას.⁷⁴¹ პორტფელის მართვა არ შემოიფარგლება მხოლოდ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებით, არამედ ის მოიცავს საინვესტიციო ფონდის აქტივებთან დაკავშირებული ნებისმიერი ურთიერთობის მართვას. საინვესტიციო

⁷³⁵ *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 29 Rn. 42; Ziff. 4.5, BaFin, Rundschreiben 01/2017 (WA) - Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften.

⁷³⁶ *Kort/Lehmann*, Möllers/Kloyer (Hrsg.), das neue Kapitalanlagegesetzbuch, Tagungsband, Rn. 517; *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 29 Rn. 36.

⁷³⁷ *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 29 Rn. 43 f.

⁷³⁸ *Geurts/Schubert*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 29 Rn. 45.

⁷³⁹ სპეციალიზებული დეპოზიტარის როგორც საინვესტიციო ფონდების სამართლის ერთ-ერთი ცენტრალური ფიგურის მიმართ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.4.2.

⁷⁴⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ლ“ ქვეპუნქტი.

⁷⁴¹ *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 15.

ფონდისთვის ზიანის მიყენების შედეგად წარმოშობილი მოთხოვნები, ისევე როგორც, მაგ., დერივატივებიდან გამომდინარე მოთხოვნები, მიეკუთვნება საინვესტიციო ფონდის აქტივებს, რომელთა განხორციელება აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ემსახურება საინვესტიციო ფონდის ქონების გაზრდას.⁷⁴²

საინვესტიციო ფონდსა და შესაბამისად, მის ინვესტორებს ზიანი შეიძლება მიაღწეს იმ მესამე პირების მიერ, რომლებსაც აქტივების მმართველი კომპანია რთავს საქმიანობაში მისი ვალდებულებების შესასრულებლად, მაგ., გარე შემფასებელი, რომელიც ფონდის აქტივებს არასწორად შეაფასებს, რისკის მენეჯერები, ბროკერები, აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციების დელეგირებული შემსრულებელი და სხვა; ასევე სხვა ნებისმიერი მესამე პირის მიერ, მაგ., ფონდის საკუთრებაში არსებული საგნების გაუფრთხილებლობით დაზიანების ან განადგურების შედეგად და სხვა.⁷⁴³

საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, იმ შემთხვევაში, თუ აქტივების მმართველი კომპანია არ შეასრულებს მის ვალდებულებას და არ აღძრავს სარჩელს იმ მესამე პირების მიმართ, რომლებიც ზიანს აყენებენ საინვესტიციო ფონდს, ინვესტორს შეუძლია დერივატიული სარჩელის გამოყენებით საკუთარი სახელით და საინვესტიციო ფონდის სასარგებლოდ აღძრას სარჩელი.⁷⁴⁴ გერმანული სამართალი ასეთ გადაწყვეტას არ იცნობს. აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ამ ვალდებულების ბრალეულად დარღვევის შემთხვევაში ინვესტორს შეიძლება წარმოეშვას შესაბამისი ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება თვითონ აქტივების მმართველი კომპანიის წინააღმდეგ.⁷⁴⁵ ნაკლებად სავარაუდოა, რომ მცირე ინვესტორებმა ისარგებლონ ქართული სამართლით შემოთავაზებული დერივატიული სარჩელის აღძვრის შესაძლებლობით, თუმცა აღნიშნული მხოლოდ დადებითად შეიძლება შეფასდეს ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით და საინტერესოა, რამდენად ჰპოვებს ის პრაქტიკულ გამოყენებას.

⁷⁴² *Zetsche*, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 15.

⁷⁴³ *Zetsche*, Assmann/Wallach/Zetsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 11.

⁷⁴⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის მე-2 პუნქტი.

⁷⁴⁵ იხ. *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 10.

3.2.2.4. შეზღუდვები UCITS-ის საინვესტიციო პოლიტიკასთან დაკავშირებით

აქტივების მმართველი კომპანია მის მიერ მართული თითოეული საინვესტიციო ფონდისთვის ადგენს სადამფუძნებლო დოკუმენტს, რომლითაც სხვა საკითხებთან ერთად განსაზღვრავს საინვესტიციო ფონდის საინვესტიციო პოლიტიკას/სტრატეგიას.⁷⁴⁶ მის ამ დისკრეციას ფარგლებში აქცევს UCITS-ის მიმართ კანონმდებლობით დადგენილი შეზღუდვები, რაც ინვესტორის დაცვის ერთ-ერთ ცენტრალურ ელემენტს წარმოადგენს. კერძოდ, კანონმდებლობით ამომწურავად არის განსაზღვრული ის აქტივები, რომლებშიც დასაშვებია საინვესტიციო ფონდის აქტივების ინვესტირება (საინვესტიციო სპექტრი), სათანადო რისკების დივერსიფიკაციის უზრუნველყოფა (საინვესტიციო ზღვრები) და შეზღუდვები დასაშვებ გარიგებებთან მიმართებით.⁷⁴⁷ ამ ელემენტების კომბინაციით უნდა შეიქმნას ერთიანი ჩარჩო, რომელიც ევროპის მასშტაბით ინვესტორის დაცვის მინიმალურ სტანდარტს შექნის, თუმცა ამავედროულად აქტივების მმართველ კომპანიას დაუტოვებს საკმარისს მოქნილობას და თავისუფლებას, მოხერხებული კომბინაციების მეშვეობით უზრუნველყოს ინვესტორებისთვის ოპტიმალური მოგების მიღება.⁷⁴⁸

3.2.2.4.1. საინვესტიციო სპექტრი

საინვესტიციო სპექტრის შეზღუდვა, შესაბამისად, იმ აქტივების კანონმდებლობით წინასწარ განსაზღვრა, რომლებშიც UCITS-ს გააჩნია ინვესტიციის განხორციელების უფლება, საბუთდება იმ გარემოებით, რომ ზოგიერთი საინვესტიციო პროდუქტი (აქტივი) მასთან დაკავშირებული სპეციფიური რისკების გათვალისწინებით შეუსაბამოა UCITS-ის პროფილისათვის, რომელშიც ძირითადად

⁷⁴⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-4 პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი; § 162 Abs. 2 Nr. 1 KAGB.

⁷⁴⁷ *Eckhold/Balzer, Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 51; *Kayser/Schlikker, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 192 Rn. 5. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე და მომდევნო მუხლები; Chapter 7 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 192 ff. KAGB.

⁷⁴⁸ *Eckhold/Balzer, Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 51; *Brümmer, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG, Vor § 46 InvG Rn. 6, 10; Kayser/Schlikker, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 192 Rn. 8.

მცირე ინვესტორები მონაწილეობენ.⁷⁴⁹ ასე მაგალითად, დაუშვებელია, რომ UCITS-მა განახორციელოს აქტივების ინვესტირება იმ სასესხო/საკრედიტო მოთხოვნებში, რომელთა სეკიურტიზაციაც არ განხორციელებულა (unverbriefte Darlehensforderungen) ან ჰეჯფონდის ერთეულებში.⁷⁵⁰

UCITS-ისთვის ნებადართული საინვესტიციო სპექტრი შეზღუდულია ლიკვიდურ აქტივებზე. აღნიშნულის უზრუნველყოფის მიზნით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი UCITS-ის დირექტივასთან შესაბამისად ამომწურავად ჩამოთვლის იმ აქტივებსა და ფინანსურ ინსტრუმენტებს, რომლებშიც UCITS-ს აქვს უფლება განახორციელოს ინვესტიცია. ესენია, მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდები,⁷⁵¹ ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები, საინვესტიციო ფონდის ერთეულები, კომერციულ ბანკებში განთავსებული მოთხოვნამდე დეპოზიტები ან ვადიანი დეპოზიტები, რომელთა ვადიანობა არ აღემატება 12 თვეს, დერივატივები, მათ შორის, მათი ეკვივალენტი ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ფულად ანგარიშსწორებას ითვალისწინებს.⁷⁵²

ლიკვიდური აქტივების და ფინანსური ინსტრუმენტების ჩამოთვლასთან ერთად ნებადართული საინვესტიციო სპექტრის შეზღუდვა დამატებით ხდება მაღალი ხარისხობრივი მოთხოვნების დაწესებით. მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდები და ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები სავაჭროდ დაშვებული უნდა იყოს ლიცენზირებულ საფონდო ბირჟაზე.⁷⁵³ თუ ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები არ არის დაშვებული საფონდო ბირჟაზე, მაშინ მათი ემისია ან ემიტენტი უნდა ექვემდებარებოდეს რეგულირებას და იყოს კანონმდებლობით განსაზღვრული ემიტენტების კატეგორიაში.⁷⁵⁴ UCITS-ის გარდა, სხვა საინვესტიციო ფონდის

⁷⁴⁹ *Kayser/Schlikker*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 192 Rn. 5.

⁷⁵⁰ *Kayser/Schlikker*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 192 Rn. 5.

⁷⁵¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის მე-6 პუნქტის თანახმად, ამ კანონის მიზნებისთვის მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდად ითვლება აქციები კომპანიებში და აქციის ეკვივალენტი სხვა ფასიანი ქაღალდები (წილობრივი ფასიანი ქაღალდები), ობლიგაციები და სხვა სასესხო ფასიანი ქაღალდები, სხვა მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც იძლევა ნებისმიერი ასეთივე მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდის შექმნის უფლებას პირველადი შესყიდვით ან გაცვლით.

⁷⁵² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლი; Art. 50 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 193 ff. KAGB.

⁷⁵³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ა“, „ბ“ და „გ“ ქვეპუნქტები; Art. 50 para 1. subpara. a-d of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 193, 194 Abs. 1 Nr. 1 und 2 KAGB.

⁷⁵⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ზ“ ქვეპუნქტი; Art. 50 para 1. subpara. h of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 194 Abs. 1 Nr. 3-6 KAGB.

ერთეულებში ინვესტირება დასაშვებია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ამ საინვესტიციო ფონდის ინვესტორების დაცვის დონე UCITS-ის ინვესტორების დაცვის დონის ეკვივალენტურია, შესაბამისად, ექვემდებარება მკაცრ საჯარო ზედამხედველობას და გააჩნია საკმარისი ლიკვიდობა.⁷⁵⁵ აღნიშნული გამორიცხავს სხვა საინვესტიციო ფონდის არალიკვიდურ ან მაღალი რისკის შემცველ ერთეულებში საინვესტიციო ფონდის კაპიტალის ინვესტირებას. მოთხოვნამდე დეპოზიტი ან ვადიანი დეპოზიტი, რომლის ვადიანობა არ აღემატება 12 თვეს, განთავსებული უნდა იყოს კომერციულ ბანკში, რომელიც ლიცენზირებულია საქართველოში ან ექვემდებარება საქართველოს კანონმდებლობით კომერციული ბანკებისთვის დადგენილ რეგულირებას.⁷⁵⁶ დერივატივები ნაწარმოები უნდა იყოს იმ მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდებიდან, ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებიდან, საინვესტიციო ფონდის ერთეულებიდან, ფინანსური ინდექსებიდან, საპროცენტო განაკვეთებიდან, უცხოური ვალუტის გაცვლით კურსებიდან ან ვალუტიდან, რომლებშიც ინვესტირების უფლება აქვს UCITS-ს.⁷⁵⁷ არასაბირჟო დერივატივების შემთხვევაში, დამატებით განსაზღვრულია, რომ დერივატივის მხარეები უნდა ექვემდებარებოდნენ პრუდენციულ ზედამხედველობას, ხოლო დერივატივი ყოველდღიურ სანდო და დადასტურებად შეფასებას, UCITS-ს ასევე ნებისმიერ დროს უნდა შეეძლოს მისი გაყიდვა, ლიკვიდაცია ან დახურვა ურთიერთგაქვითვის შეთანხმების საფუძველზე.⁷⁵⁸

კანონმდებლობა უფლებას აძლევს UCITS-ს დააბანდოს თავისი აქტივების მხოლოდ არაუმეტეს 10 პროცენტისა ისეთ მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში ან ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებში, რომლებიც არ ექვემდებარება ზემოთ დასახელებულ ხარისხობრივ შეზღუდვებს.⁷⁵⁹

⁷⁵⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის პირველი პუნქტის „დ“ ქვეპუნქტი; Art. 50 para 1. subpara. e of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 196 Abs. 1 KAGB.

⁷⁵⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ე“ ქვეპუნქტი; Art. 50 para 1. subpara. f of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 195 KAGB.

⁷⁵⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ვ.ა“ ქვეპუნქტი; Art. 50 para 1. subpara. g of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 197 Abs. 1 KAGB.

⁷⁵⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ვ.ბ“ და „ვ.გ“ ქვეპუნქტები; Art. 50 para 1. subpara. g of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁷⁵⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 53-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 50 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 198 KAGB.

3.2.2.4.2. მოთხოვნები რისკების დივერსიფიკაციასთან დაკავშირებით

ინვესტორის დაცვის ცენტრალური ელემენტია საინვესტიციო ფონდის მართვა რისკების დივერსიფიკაციის პრინციპის საფუძველზე. რისკების მართვა და დივერსიფიკაცია, რომელიც თანამედროვე პორტფელის თეორიის ქვაკუთხედს წარმოადგენს, არის აქტივების მმართველი კომპანიის ერთ-ერთი ძირითადი ვალდებულება.⁷⁶⁰ UCITS-ის დირექტივის პირველ მუხლში პირდაპირ არის აღნიშნული, რომ UCITS-ის მართვა უნდა განხორციელდეს რისკების გაფანტვის, მისი დივერსიფიკაციის საფუძველზე. რისკების დივერსიფიკაცია მნიშვნელოვნად აზღვევს ინვესტორის ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების საშიშროებას.

კანონმდებლობით პირდაპირ არის განსაზღვრული ნებადართული საინვესტიციო ზღვრები, რაოდენობრივი შეზღუდვები, რამაც აქტივების მმართველი კომპანია უნდა აიძულოს მაქსიმალურად გაფანტულად დააბანდოს საინვესტიციო ფონდის აქტივები და ამით უზრუნველყოს ფონდის ქონების ადეკვატური დივერსიფიკაცია.⁷⁶¹ შედეგად, უნდა შემცირდეს ერთ კონკრეტულ აქტივში ინვესტიციასთან დაკავშირებული საბაზრო, საპროცენტო განაკვეთის, სავალუტო და სხვა რისკები.⁷⁶²

კანონმდებლობით განსაზღვრული საინვესტიციო ზღვრების თანახმად, აქტივების მმართველ კომპანიას უფლება აქვს განახორციელოს საინვესტიციო ფონდის აქტივების მაქსიმუმ 5 პროცენტის ინვესტიცია ერთი და იმავე ემიტენტის მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებსა თუ ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებში, ხოლო ერთსა და იმავე კომერციულ ბანკში განთავსებულ დეპოზიტებში - არაუმეტეს 20 პროცენტისა.⁷⁶³ არასაბირჟო დერივატივებში ინვესტიციის განხორციელებისას დერივატივის ნეგატიურად განვითარებასთან დაკავშირებული რისკის პოზიცია არ უნდა აჭარბებდეს საინვესტიციო ფონდის ღირებულების 10 პროცენტს, თუ კონტრაქტს წარმოადგენს კომერციული ბანკი, ხოლო სხვა შემთხვევაში - 5

⁷⁶⁰ *Glander/Mayr*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 206 Rn. 5.

⁷⁶¹ *Kayser/Schlikker*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), *KAGB*, § 192 Rn. 7; *Fleischer/Schmolke*, *ZHR* 2009, 649, 652.

⁷⁶² *Glander/Mayr*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 206 Rn. 5.

⁷⁶³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 54-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 52 para. 1 sec. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 206 Abs. 1 HB. 1, Abs. 4 KAGB.

პროცენტს.⁷⁶⁴ გარდა ამისა, აქტივების მმართველი კომპანია ვალდებულია უზრუნველყოს, რომ დასახელებულ საინვესტიციო აქტივებში - ფასიან ქაღალდებში, ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებში, დეპოზიტებსა და არასაბირჟო დერივატივებში განხორციელებული ინვესტიციების კომბინაცია არ იწვევდეს UCITS-ის აქტივების 20 პროცენტზე მეტის ინვესტირებას ერთსა და იმავე ემიტენტში.⁷⁶⁵

ქართველმა კანონმდებელმა გამოიყენა ასევე UCITS-ის დირექტივით მინიჭებული უფლებამოსილება, დაუშვას ე.წ. ერთი ემიტენტის ფონდი⁷⁶⁶, რაც გულისხმობს UCITS-ის აქტივების 100 პროცენტამდე ანუ სრულად ინვესტიციას ისეთ ფასიან ქაღალდებსა და ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებში, რომლებიც გამოშვებულია ან გარანტირებულია საქართველოს მთავრობის, ავტონომიური რესპუბლიკის ან მუნიციპალიტეტის ორგანოს, უცხო ქვეყნის ან იმ საერთაშორისო ორგანიზაციის მიერ, რომელიც წევრიც არის საქართველო.⁷⁶⁷ მოცემულ შემთხვევაში რისკების გაფანტვის პრინციპი მხოლოდ მცირე მასშტაბით არის გათვალისწინებული, რაც გამოიხატება მოთხოვნაში, რომ UCITS-ის აქტივების ინვესტირება უნდა მოხდეს სულ მცირე ექვსი სხვადასხვა ემისიის ფარგლებში გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებში, ამასთან თითოეული ემისიის დროს გამოშვებულ ფასიან ქაღალდში ინვესტიცია არ უნდა აღემატებოდეს UCITS-ის აქტივების 30 პროცენტს.⁷⁶⁸ ამ გამონაკლისის დაშვება იმ გარემოებით მართლდება, რომ სახელმწიფო და სახელმწიფო დაწესებულებები განსხვავებით საწარმოებისაგან ფაქტობრივად არ ექვემდებარებიან გადახდისუუნარობისა და გაკოტრების დადგომის რისკებს.⁷⁶⁹ ასეთი UCITS წარმოადგენს აბსულუტურ გამონაკლისს.⁷⁷⁰

რაც შეეხება სხვა UCITS-ის ან საინვესტიციო ფონდის ერთეულებში ინვესტიციის განხორციელებას, თითოეულ ფონდში განხორციელებული ინვესტიცია არ უნდა

⁷⁶⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 54-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 52 para. 1 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁷⁶⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 54-ე მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 52 para. 2 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 206 Abs. 5 S. 1 KAGB.

⁷⁶⁶ *Glander/Mayr, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 208 Rn. 1.

⁷⁶⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 54-ე მუხლის მე-4 პუნქტის პირველი წინადადება; Art. 54 para. 1 sec. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 208 KAGB.

⁷⁶⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 54-ე მუხლის მე-4 პუნქტის მე-3 წინადადება; Art. 54 para. 1 sec. 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 208 Nr. 2 KAGB.

⁷⁶⁹ *Brümmer, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 62 InvG Rn. 1; *Glander/Mayr, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 208 Rn. 4.

⁷⁷⁰ *Glander/Mayr, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 208 Rn. 1.

აჭარბებდეს UCITS-ის აქტივების 20 პროცენტს. ამასთან, UCITS-ის ერთეულების გარდა თითოეულ სხვა საინვესტიციო ფონდში ინვესტიციის ჯამური ოდენობა არ უნდა აღემატებოდეს 30 პროცენტს.⁷⁷¹

3.2.2.4.3. აკრძალული გარიგებები

UCITS-ში ინვესტორის დაცვას ემსახურება ასევე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საინვესტიციო ფონდის ანგარიშზე ისეთი რისკის შემცველი გარიგებების დადების აკრძალვა, რომლებმაც ნეგატიური გავლენა შეიძლება იქონიონ საინვესტიციო ფონდის აქტივების ზრდაზე. ასე მაგ., აკრძალულია ფონდის საინვესტიციო კაპიტალის ხელოვნურად ზრდა სესხის შეუზღუდავად აღებით (Fremdkapital-Leverage).⁷⁷² კანონმდებლობით პირდაპირ არის განსაზღვრული გამონაკლისი შემთხვევები, როდის და რა ფარგლებში არის დასაშვები სესხის აღება. კერძოდ, თუ სესხი არის მოკლევადიანი და მისი ოდენობა არ აღემატება UCITS-ის აქტივების 10 პროცენტს ან როცა საინვესტიციო კომპანიის ფორმით დაფუძნებულ საინვესტიციო ფონდს ესაჭიროება მისი საქმიანობის განსახორციელებლად უძრავი ქონების შეძენა და სესხი არ აღემატება UCITS-ის აქტივების 10 პროცენტს.⁷⁷³ ამასთან, ამ სესხების ერთდროულად აღების შემთხვევაში მათი ოდენობა არ უნდა აღემატებოდეს UCITS-ის აქტივების 15 პროცენტს.⁷⁷⁴ აღსანიშნავია, რომ საინვესტიციო კომპანიის ფორმით დაფუძნებული UCITS-ის მიმართ დაშვებული სესხის აღება განსაკუთრებულ აქტუალობას იძენს თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში, რომელიც ამავდროულად აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციასაც ასრულებს. გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართულ საინვესტიციო კომპანიას მოძრავი ან უძრავი ან/და არამატერიალური აქტივის შეძენა მისი საქმიანობის

⁷⁷¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 54-ე მუხლის მე-5 პუნქტი; Art. 54 para. 1 and 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 207 KAGB.

⁷⁷² *Kayser/Schlikker*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 192 Rn. 6.

⁷⁷³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 56-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 83 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 199, 112 Abs. 2 S. 3 KAGB.

⁷⁷⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 56-ე მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 83 para. 2 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 112 Abs. 2 S. 3 KAGB.

განხორციელების მიზნით არ ესაჭიროება და ამდენად, ამ ნორმას მის მიმართ არ გააჩნია პრაქტიკული რელევანტობა.⁷⁷⁵

გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ სესხის აღების კონტროლის მიზნით გათვალისწინებულია სპეციალიზებული დეპოზიტარის თანხმობის გაცემა.⁷⁷⁶ ეს უკანასკნელი მხოლოდ იმ შემთხვევაში გასცემს თანხმობას, თუ შესრულებულია სესხის აღების კანონმდებლობითა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტით გათვალისწინებული წინაპირობები.⁷⁷⁷ ამ პროცესში სპეციალიზებული დეპოზიტარის ჩართვით მცირდება იმის რისკები, რომ აქტივების მმართველი კომპანია კანონმდებლობის მოთხოვნებს დაარღვევს და საინვესტიციო ფონდის საზიანოდ დადებს ასეთ გარიგებას, რაც დადებით გავლენას ახდენს ინვესტორის დაცვაზე და ამდენად, მიზანშეწონილია ასეთი რეგულაციის გათვალისწინება ქართულ კანონმდებლობაშიც.

სესხის აღების შეზღუდვას არ ექვემდებარება უცხოური ვალუტის შესაძენად დადებული ჯვარედინი სესხის ხელშეკრულებები (back-to-back).⁷⁷⁸

აქტივების მმართველ კომპანიას ეკრძალება ასევე გასცეს სესხი, იმოქმედოს თავდებად ან იტვირთოს სხვა თანაბარმნიშვნელოვანი ფორმით ვალდებულებები მესამე პირთა სასარგებლოდ UCITS-ის ანგარიშზე.⁷⁷⁹

UCITS-ის დირექტივა და მასთან შესაბამისობაში მყოფი გერმანული სამართალი კრძალავს ასევე ე.წ. Short Selling-ს (Leerverkäufen).⁷⁸⁰ აღნიშნული გულისხმობს ისეთი ფასიანი ქაღალდების, ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების, საინვესტიციო ფონდის ერთეულებისა თუ დერივატივების გაყიდვას, რომლებსაც საინვესტიციო ფონდი შესაბამისი გარიგების დადებისას ჯერ კიდევ არ ფლობს იმ განზრახვით, რომ აქტივების მმართველი კომპანია მათ მოგვიანებით შეიძენს შედარებით დაბალ ფასად

⁷⁷⁵ Dornseifer, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 112 Rn. 25; Dornseifer, AG 2008, 53, 59; BT-Drs. 17/12294, 238; Boxberger, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 112 Rn. 32.

⁷⁷⁶ § 75 Abs. 1 Nr. 1 KAGB.

⁷⁷⁷ § 75 Abs. 2 S. 1 KAGB.

⁷⁷⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 56-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 83 para. 1 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 199, 112 Abs. 2 S. 3 KAGB.

⁷⁷⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 56-ე მუხლის მე-4 პუნქტის პირველი წინადადება; Art. 88 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 20 abs. 8 KAGB.

⁷⁸⁰ Art. 89 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 205 KAGB.

და ამით გამოიმუშავენს მოგებას.⁷⁸¹ მნიშვნელოვანია რომ ასეთ აკრძალვას ითვალისწინებდეს ქართული სამართალიც, ვინაიდან ამ ტიპის გარიგებები განსაკუთრებით სპეკულაციურია და შესაძლოა მნიშვნელოვანი დანაკარგები გამოიწვიოს, ამდენად, მისი აკრძალვა მნიშვნელოვან როლს შეასრულებს ინვესტორის დაცვის თვალსაზრისით.⁷⁸²

3.3. სპეციალიზებული დეპოზიტარის რეგულირება

სპეციალიზებული დეპოზიტარი, რომლის ძირითად ფუნქციას საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვა და აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლი წარმოადგენს, გადამწყვეტ როლს ასრულებს საინვესტიციო ფონდში ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით. ურთიერთობაში მისი ჩართვა ემსახურება ინვესტიციის გაუფასურების/ღირებულების შემცირებისა და მმართველობის რისკების შემცირებას.

სპეციალიზებული დეპოზიტარი მისი განსაკუთრებული მნიშვნელობიდან გამომდინარე ექვემდებარება მკაცრ საკანონმდებლო რეგულირებას, რათა შემცირდეს ინტერესთა კონფლიქტის საფრთხეები და უზრუნველყოფილი იქნეს მისი ფუნქციების მაქსიმალურად ეფექტურად განხორციელება. ინვესტორის ინტერესების დაცვას შესაძლოა საფრთხეს შეუქმნას სპეციალიზებული დეპოზიტარის მოტივაციამ საინვესტიციო ფონდის მოცულობის მაქსიმიზაციის თაობაზე, რომელზეც დამოკიდებულია მისი ანაზღაურების ოდენობა.⁷⁸³

ქვემოთ წარმოდგენილია სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართ კანონმდებლობით განსაზღვრული მინიმალური მოთხოვნები და მისი ფუნქციების დეტალური მიმოხილვა.

⁷⁸¹ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 163; *München*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 205 Rn 5 f.

⁷⁸² *München*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 205 Rn 3; *Vandamme*, Auf dem Wege zu einem europäischen Markt für die Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, 81.

⁷⁸³ *Vadolas/Kunschke*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, Vor §§ 68 ff. Rn. 60.

3.3.1. მოთხოვნები სპეციალიზებული დეპოზიტარისადმი

3.3.1.1. უფლებამოსილი პირები

საქართველოს კანონმდებლობა UCITS-ის დირექტივასთან შესაბამისად განსაზღვრავს, რომ სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციები შეიძლება შეასრულოს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა, საქართველოში ლიცენზირებულმა კომერციულმა ბანკმა ან საქართველოს კანონმდებლობის საფუძველზე ლიცენზირებულმა სხვა იურიდიულმა პირმა, რომელსაც აქვს უფლება, განახორციელოს ფინანსური ინსტრუმენტების შენახვის მომსახურება.⁷⁸⁴ ამ უკანასკნელში შეიძლება მოვიაზროთ ისეთი ფინანსური ინსტიტუტები, როგორებიცაა, ცენტრალური დეპოზიტარი, მიკრობანკი, საინვესტიციო ბანკი, საბროკერო კომპანია და სხვა.

3.3.1.2. ორგანიზაციული მოთხოვნები

საქართველოს კანონმდებლობით განსაზღვრულია, რომ პირს, რომელსაც სურს სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციების განხორციელება, უნდა გააჩნდეს საკუთარი კაპიტალი არანაკლებ 750 000 ლარის ოდენობით და გამართული კორპორაციული მართვის სისტემა, ორგანიზაციული სტრუქტურა, საკმარისი ფინანსური და ადამიანური რესურსი და საინფორმაციო სისტემები, რათა შეეძლოს საქართველოს კანონმდებლობითა და დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულებით მასზე დაკისრებული ვალდებულებების ჯეროვნად შესრულება.⁷⁸⁵

მინიმალური საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნა, აქტივების მმართველი კომპანიის ანალოგიურად, უპირატესად ემსახურება სპეციალიზებული დეპოზიტარის საოპერაციო რისკებიდან წარმოშობილი ზიანის ანაზღაურების უზრუნველყოფას, მათ შორის, მისთვის შესაძლებელი მინდობილი აქტივების დაკარგვისა და საინვესტიციო ფონდისა და ინვესტორების წინაშე არსებული

⁷⁸⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 33-ე მუხლის მე-3 და მე-4 პუნქტები; Art. 23 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁷⁸⁵ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-2 მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი, მე-6 მუხლის პირველი პუნქტი; იხ. ასევე Art. 23 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 68 Abs. 4 S. 2 KAGB.

ვალდებულებების ბრალეული დარღვევის შედეგად ინვესტორებისთვის მიყენებული ზიანის ანაზღაურებას. აღსანიშნავია, რომ იმ მნიშვნელოვანი ფუნქციების გათვალისწინებით, რომლებიც სპეციალიზებულ დეპოზიტარს გააჩნია, საქართველოს კანონმდებლობით განსაზღვრული მინიმალური კაპიტალის ოდენობა არ უნდა მივიჩნიოთ საკმარისად ინვესტორის დაცვის მიზნებიდან გამომდინარე. შედარებისთვის, გერმანიის კანონმდებლობით სპეციალიზებული დეპოზიტარის მინიმალური საკუთარი კაპიტალი უნდა შეადგენდეს 5 მილიონ ევროს, ხოლო „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიზნებისთვის დანიშნული სპეციალიზებული დეპოზიტარის - 5 მილიონ ლარს.⁷⁸⁶

ორგანიზაციულ მოთხოვნებში, უპირველეს ყოვლისა, მოიაზრება, რომ სპეციალიზებულ დეპოზიტარს უნდა ჰქონდეს ადეკვატური და მისი ზომის ორგანიზაციული სტრუქტურა, რაც მას შესაძლებლობას უნდა აძლევდეს ფუნქციურად და იერარქიულად ერთმანეთისგან გამიჯნოს მისი როგორც დეპოზიტარის ფუნქციები ფინანსური ინსტიტუტის სხვა ფუნქციებისაგან.⁷⁸⁷ მას ასევე შემუშავებული უნდა ჰქონდეს საოპერაციო თუ სხვა სახის რისკების იდენტიფიკაციისა და მართვის პოლიტიკა და პროცედურები, შიდა კონტროლის მექანიზმები, რაც მოიცავს ადმინისტრაციულ პროცედურებს მისი საქმიანობისას აღმოჩენილი ხარვეზების აღრიცხვის მიზნებისთვის, საქმიანობის უწყვეტობის გეგმა და სხვ.⁷⁸⁸ ის ასევე ვალდებულია აწარმოოს ჩანაწერები ყველა მიღებულ დავალებასთან, განხორციელებულ ტრანზაქციასთან, საინვესტიციო ფონდის საქმიანობის კონტროლთან და შედეგად აღმოჩენილ საკანონმდებლო და სხვა დარღვევებთან დაკავშირებით და სხვა; აღნიშნული ჩანაწერების მიზანია საზედამხედველო ორგანოსთვის რელევანტური ინფორმაციის მიწოდების უზრუნველყოფა მისი საზედამხედველო ფუნქციების შესასრულებლად.⁷⁸⁹ გერმანული სამართალი UCITS-ის დირექტივასთან შესაბამისად ითვალისწინებს ასევე ე.წ. Whistle-blowing-Prozess-ს, რაც გულისხმობს სპეციალიზებული

⁷⁸⁶ § 68 Abs. 5 KAGB; „დაგროვებითი საპენსიო სქემის სპეციალიზებული დეპოზიტარის მარეგულირებელი წესის“ მე-3 მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი.

⁷⁸⁷ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-6 მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი.

⁷⁸⁸ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-6 მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 23 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/E; § 68 Abs. 4 S. 2 KAGB.

⁷⁸⁹ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-8 მუხლი; Art. 23 para. 2 subpara. e of the UCITS Directive 2009/65/EC.

დეპოზიტარის მიერ მისი თანამშრომლებისთვის შესაძლებლობის შექმნას, სპეციალიზებული დეპოზიტარის შიგნით კანონმდებლობის დარღვევების პოტენციური ან ფაქტობრივი შემთხვევების შესახებ ანონიმურად განაცხადოს სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ ამისთვის სპეციალურად განსაზღვრულ ადგილას, რომელიც შეძლება იყოს სპეციალიზებული დეპოზიტარის შიგნით ან მის გარეთ არსებული დაწესებულება.⁷⁹⁰ აღნიშნული მნიშვნელოვან და თანამშრომლებისთვის წამახალისებელ მექანიზმს წარმოადგენს დარღვევების გამოსავლენად, შესაბამისად, მიზანშეწონილია, ასეთ რეგულირებას ითვალისწინებდეს ქართული სამართალიც.

საქართველოს კანონმდებლობა ითვალისწინებს, რომ სპეციალიზებულ დეპოზიტარს მისი საქმიანობის ეფექტურად განსახორციელებლად ესაჭიროება შესაბამისი რაოდენობის, კვალიფიკაციისა და გამოცდილების მქონე თანამშრომლები,⁷⁹¹ თუმცა, არ შეიცავს მითითებებს კონკრეტულად ხელმძღვანელ პირებთან მიმართებით, რაც ქართული კანონმდებლობის კიდევ ერთ ხარვეზად უნდა განვიხილოთ. UCITS-ის დირექტივა ადგენს ისეთივე მოთხოვნებს სპეციალიზებული დეპოზიტარის ხელმძღვანელის პირების მიმართ, როგორც აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ხელმძღვანელი პირების მიმართ.⁷⁹² კერძოდ, ხელმძღვანელი ორგანოს ყველა წევრს უნდა გააჩნდეს საკმარისად კარგი რეპუტაცია და საკმარისი გამოცდილება.⁷⁹³ ამასთან, ხელმძღვანელი ორგანო კოლექტიურად უნდა ფლობდეს სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობისთვის საჭირო სპეციფიურ ცოდნასა და გამოცდილებას. ამდენად, როგორც ეს გერმანულ კანონმდებლობაში პირდაპირ არის აღნიშნული, საკმარისი იქნება, თუ სულ მცირე ერთი ხელმძღვანელი პირი მაინც დააკმაყოფილებს ამ მოთხოვნას, ან რამდენიმე ხელმძღვანელი პირი კოლექტიურად.⁷⁹⁴ ამდენად, განსხვავებით აქტივების მმართველი კომპანიისაგან, სადაც UCITS-ის დირექტივისა და გერმანული

⁷⁹⁰ § 68 Abs. 4 S. 3 KAGB; Art. 99d para. 5 of the UCITS Directive 2009/65/EC; *Dreibus*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.) KAGB, § 68 Rn. 11; *Vadolas/Kunschke*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 68 Rn. 22.

⁷⁹¹ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-6 მუხლის მე-2 პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი.

⁷⁹² Art. 5 para. 4 sec. 3, Art. 23 para. 2 sec. 2 subpara. g and h of the UCITS Directive 2009/65/EC; Art. 5 para. 4 sec. 4 of the UCITS Directive 2009/65/EC განმარტავს, რომ ხელმძღვანელი პირი არის პირი, რომელიც კანონმდებლობისა და სადამფუძნებლო შეთანხმების საფუძველზე წარმოადგენს და სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობას ფაქტობრივად წარმართავს.

⁷⁹³ Art. 5 para. 4 sec. 3, Art. 23 para. 2 sec. 2 subpara. g of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁷⁹⁴ Art. 23 para. 2 sec. 2 subpara. g of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 68 Abs. 4 S. 1 KAGB.

კანონმდებლობის თანახმად მოქმედებს ე.წ. ოთხი თვალის პრინციპი, რაც გულისხმობს სულ მცირე ორი სათანადო რეპუტაციისა და გამოცდილების მქონე ხელმძღვანელი პირის ყოლას, სპეციალიზებული დეპოზიტარის შემთხვევაში ერთი სათანადო გამოცდილების მქონე ხელმძღვანელის ყოლა საკმარისად ითვლება.⁷⁹⁵

3.3.1.3. ზედამხედველობა

სპეციალიზებულ დეპოზიტარის მიერ მასზე დაკისრებული ფუნქციების ჯეროვნად შესრულება საინვესტიციო ფონდში ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან წინაპირობას წარმოადგენს. სწორედ ამიტომ, სპეციალიზებული დეპოზიტარი სხვადასხვა ეტაპზე ექვემდებარება საზედამხედველო ორგანოს მკაცრ ზედამხედველობას.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანებით გათვალისწინებულია, რომ საქართველოში ლიცენზირებულ კომერციულ ბანკსა და საქართველოს კანონმდებლობის საფუძველზე ლიცენზირებულ სხვა იურიდიულ პირს, რომელსაც აქვს უფლება განახორციელოს ფინანსური ინსტრუმენტების შენახვის მომსახურება (ერთობლივად მოხსენებული როგორც „ფინანსური ინსტიტუტი“),⁷⁹⁶ აქტივების მმართველ კომპანიასთან/საინვესტიციო კომპანიასთან დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულების დადებამდე მოპოვებული უნდა ჰქონდეს ეროვნული ბანკის თანხმობა სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის განხორციელების თაობაზე, რომელსაც ის მოიპოვებს ზემოთ განხილული მინიმალური საკუთარი კაპიტალისა და ორგანიზაციული მოთხოვნების დაკმაყოფილების შემთხვევაში.⁷⁹⁷ იმთავითვე სავარაუდო უნდა იყოს, რომ

⁷⁹⁵ აქტივების მმართველი კომპანიის ხელმძღვანელ პირებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.4.

⁷⁹⁶ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის 54-ე პუნქტის თანახმად, ფინანსური ინსტიტუტი არის „იურიდიული პირი, რომლის საქმიანობაა ფინანსური მომსახურების განხორციელება და რომელიც მოქმედებს კომერციული ბანკის, მიკრობანკის, სადაზღვევო ორგანიზაციის, გადამზღვეველი კომპანიის, საინვესტიციო ბანკის, საფონდო ბირჟის, ცენტრალური დეპოზიტარის, საბროკერო კომპანიის, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციის, საკრედიტო კავშირის, საინვესტიციო ფონდის, აქტივების მმართველი კომპანიის ან საგადახდო მომსახურების პროვაიდერის სახით.“

⁷⁹⁷ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-2 მუხლის მე-5 პუნქტი.

ლიცენზირებული კომერციული ბანკი მისი ორგანიზაციული სტრუქტურიდან გამომდინარე, აკმაყოფილებს საკუთარი კაპიტალისა და ორგანიზაციულ მოთხოვნებს და საზედამხედველო ორგანოსგან დამატებით თანხმობის მიღება საჭირო აღარ უნდა იყოს. სწორედ ამიტომ, UCITS-ის დირექტივა შესაბამისი მინიმალურ მოთხოვნების შემოწმებას ითვალისწინებს არა საკრედიტო ინსტიტუტებთან (კომერციულ ბანკებთან), არამედ სხვა იურიდიულ პირებთან მიმართებით.⁷⁹⁸

საზედამხედველო ორგანოსგან თანხმობამიღებული კონკრეტული სპეციალიზებული დეპოზიტარის შერჩევა და მასთან ხელშეკრულების დადება აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის კომპეტენციაა, თუმცა მისი ამ არჩევანის შესაბამისობა საინვესტიციო ფონდის პროფილთან და ინვესტორების დაცვის ინტერესებთან დამატებით ასევე ექვემდებარება ზედამხედველობას საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის ეტაპზე.⁷⁹⁹ თუ საზედამხედველო ორგანო მიიჩნევს, რომ სპეციალიზებულ დეპოზიტარის ორგანიზაციული სტრუქტურა და ადამიანური რესურსი არ იქნება საკმარისი კონკრეტული საინვესტიციო ფონდის მიმართ მისი ფუნქციების ჯეროვნად შესასრულებლად, არ დააკმაყოფილებს განცხადებას საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის თაობაზე.⁸⁰⁰ ამდენად, ამ ეტაპზე სპეციალიზებული დეპოზიტარის შესაბამისობის შესწავლა უნდა მოხდეს კონკრეტული საინვესტიციო ფონდის მოცულობიდან და პროფილიდან გამომდინარე.

და ბოლოს, სპეციალიზებული დეპოზიტარი ექვემდებარება ზედამხედველობას მთელი მისი საქმიანობის განმავლობაში. თუ საზედამხედველო ორგანო დაადგენს, რომ ის აღარ აკმაყოფილებს კანონმდებლობით დადგენილ მოთხოვნებს, არაჯეროვნად ასრულებს მასზე დაკისრებულ ვალდებულებებს და ამით საფრთხეს უქმნის ინვესტორის ინტერესების დაცვას, შეუწყვეტს მას საინვესტიციო ფონდისთვის დეპოზიტარული მომსახურების გაწევის უფლებამოსილებას.⁸⁰¹

⁷⁹⁸ Art. 23 para. 2 sec. 1 subpara c of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁷⁹⁹ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის პირველი პუნქტის „ე“ ქვეპუნქტი; მე-2 პუნქტის „ვ“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 69 Abs. 1 KAGB.

⁸⁰⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-16 მუხლის პირველი პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი; Art. 5 para. 4 sec. 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 69 Abs. 1 KAGB.

⁸⁰¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 39-ე მუხლის მე-2 პუნქტი.

გერმანული სამართალი ითვალისწინებს სპეციალიზებული დეპოზიტარის ყოველწლიურ სავალდებულო კონტროლს დამოუკიდებელი აუდიტორის მიერ, რაც სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმდინარე ზედამხედველობის მნიშვნელოვან ელემენტს წარმოადგენს.⁸⁰² დამოუკიდებელი აუდიტორი ძირითადად ამოწმებს სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე კანონმდებლობითა და დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულებით დაკისრებული ვალდებულებების სათანადოდ შესრულებას, კერძოდ, შეფასების დასკვნაში აღწერილი უნდა იყოს სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მისი ფუნქციების შესრულებისთვის შემუშავებული პროცედურები და მათი შესაბამისობის შეფასება, წარმოდგენილი უნდა იყოს ინფორმაცია არსებითი მნიშვნელობის მოვლენებისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მათზე რეაგირების შესახებ და სხვა; დასკვნა დაუყოვნებლივ უნდა მიეწოდოს საზედამხედველო ორგანოს.⁸⁰³ აღნიშნული მნიშვნელოვნად ეხმარება საზედამხედველო ორგანოს სპეციალიზებული დეპოზიტარის ეფექტური კონტროლის განხორციელებაში.⁸⁰⁴ აღნიშნულის დანერგვა ქართულ სამართალში გაზრდის საზედამხედველო ორგანოს ეფექტურობას და მნიშვნელოვან წვლილს შეიტანს ინვესტორის დაცვის სტანდარტის გაუმჯობესებაში.

საქართველოს კანონმდებლობა არ აწესრიგებს სხვა ქვეყანაში არსებული სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნისა და ზედამხედველობის წინაპირობებს, ამდენად, საჭიროა დამატებითი რეგულაციების შემუშავება ამ თვალსაზრისით.

3.3.1.4. სპეციალიზებული დეპოზიტარის ცვლილება

სპეციალიზებული დეპოზიტარისთვის უფლებამოსილების შეწყვეტის და შესაბამისად, მისი ცვლილების საფუძველი შეიძლება იყოს დეპოზიტარული მომსახურების ხელშეკრულების შეწყვეტა, საქმიანობის ლიცენზიის შეწყვეტა, მის მიმართ ლიკვიდაციის ან გადახდისუუნარობის საქმის წარმოების დაწყება ან საზედამხედველო ორგანოს შესაბამისი გადაწყვეტილება, თუ ის არღვევს

⁸⁰² § 68 Abs. 7 f. KAGB; *Vadolas/Kunschke*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 68 Rn. 24; *Dreibus, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 68 Rn. 14.

⁸⁰³ § 68 Abs. 7 f. KAGB;

⁸⁰⁴ *Klusak, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 69 Rn. 26.

კანონმდებლობის მოთხოვნებს ან აშკარა საფრთხეს უქმნის საინვესტიციო ფონდს ან მის ინვესტორებს.⁸⁰⁵

უფლებამოსილების შეწყვეტის და შესაბამისად, სპეციალიზებული დეპოზიტარის ცვლილების საფუძვლად არ უნდა განვიხილოთ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 39-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტით გათვალისწინებული შემთხვევა, რაც უკავშირდება აქტივების მმართველი კომპანიისთვის უფლებამოსილების შეწყვეტას. ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში აქტივების მმართველი კომპანიისათვის უფლებამოსილების შეწყვეტა უნდა იყოს მთლიანად საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდაციის საფუძველი.⁸⁰⁶ ხოლო საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში სპეციალიზებულ დეპოზიტარს, როგორც წესი, ნიშნავს საინვესტიციო კომპანია და არა მის მიერ დანიშნული გარე აქტივების მმართველი კომპანია და შესაბამისად, ამ უკანასკნელისთვის უფლებამოსილების შეწყვეტა არ მოახდენს ზეგავლენას სპეციალიზებული დეპოზიტარის უფლებამოსილებაზე. ამდენად, აქტივების მმართველი კომპანიის უფლებამოსილების შეწყვეტის შემთხვევაში სპეციალიზებული დეპოზიტარის უფლებამოსილების შეწყვეტის საკითხი რელევანტური საერთოდ არ არის.

UCITS-ის დირექტივის თანახმად, სპეციალიზებული დეპოზიტარის ცვლილების დროს უზრუნველყოფილი უნდა იქნეს ინვესტორების დაცვა.⁸⁰⁷ აღნიშნულში, უპირველეს ყოვლისა, უნდა მოვიაზროთ საინვესტიციო ფონდისათვის სპეციალიზებული დეპოზიტარის მომსახურების უწყვეტ რეჟიმში გაწევის უზრუნველყოფა, რაზე ზრუნვაც აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ვალდებულებას წარმოადგენს.⁸⁰⁸

დეპოზიტარული მომსახურების ხელშეკრულების შეწყვეტის შემთხვევაში ახალი სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნამდე საინვესტიციო ფონდი გარკვეული პერიოდის განმავლობაში შეიძლება დარჩეს სპეციალიზებული

⁸⁰⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 39-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; § 69 Abs. 2 KAGB.

⁸⁰⁶ აღნიშნულთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.2.1.8.

⁸⁰⁷ Art. 26 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁸⁰⁸ *Koch*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 69 Rn. 6; *Karcher*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetz*, § 69 Rn. 7.

დეპოზიტარის გარეშე.⁸⁰⁹ ამ გარემოების თავიდან არიდების მიზნით საქართველოს კანონმდებლობა სპეციალიზებულ დეპოზიტარს აკისრებს ვალდებულებას, განაგრძოს საქმიანობა ახალი სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნამდე.⁸¹⁰ გერმანიის კანონმდებლობა ასეთ დათქმას არ შეიცავს, თუმცა ლიტერატურაში გავრცელებული მოსაზრების თანახმად, აღნიშნული შინაარსის დათქმა მოცემული უნდა იყოს დეპოზიტარული მომსახურების ხელშეკრულებაში.⁸¹¹

იმ შემთხვევაში, როცა სპეციალიზებული დეპოზიტარის ცვლილების საფუძველი არის სპეციალიზებული დეპოზიტარისთვის ლიცენზიის გაუქმება, მის მიმართ ლიკვიდაციის ან გადახდისუუნარობის საქმის წარმოების დაწყება, ან საზედამხედველო ორგანოს მიერ მიღებული გადაწყვეტილება, საინვესტიციო ფონდი რჩება სპეციალიზებული დეპოზიტარის გარეშე ახლის არჩევამდე.⁸¹² საქართველოს კანონმდებლობით გათვალისწინებულია ერთთვიანი ვადა ახალი სპეციალიზებული დეპოზიტარის დასანიშნად,⁸¹³ რაშიც უნდა ვიგულისხმოთ როგორც ახალი სუბიექტის შერჩევა, ასევე საზედამხედველო ორგანოს მიერ თანხმობის გაცემა. შემჭიდროვებული ვადის განსაზღვრა აუცილებელია ინვესტორის დაცვის ინტერესებიდან გამომდინარე, რათა საინვესტიციო ფონდი დიდხანს არ დარჩეს სპეციალიზებული დეპოზიტარის მომსახურების გარეშე. თუ ამ ვადაში ახალი დეპოზიტარი არ დაინიშნება, საზედამხედველო ორგანო გააუქმებს საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციას.⁸¹⁴

განსხვავებულ მიდგომას ვხვდებით გერმანულ სამართალში, სადაც საინვესტიციო ფონდის სპეციალიზებული დეპოზიტარის გარეშე დარჩენის თავიდან არიდების მიზნით, საზედამხედველო ორგანოს გადაწყვეტილების საფუძველზე ხდება სპეციალიზებული დეპოზიტარისთვის არა უფლებამოსილების შეწყვეტა,

⁸⁰⁹ Koch, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 69 Rn. 6; Dreibus, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 69 Rn. 12; Köndgen, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, Vor §§ 20-29 InvG Rn. 6; Karcher, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 69 Rn. 7.

⁸¹⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 39-ე მუხლის მე-3 პუნქტი.

⁸¹¹ Koch, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 69 Rn. 6; Dreibus, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 69 Rn. 12; Köndgen, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 21 InvG Rn. 10; Karcher, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 69 Rn. 7 Fn. 8.

⁸¹² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 39-ე მუხლი.

⁸¹³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 39-ე მუხლის მე-4 პუნქტის მე-2 წინადადება.

⁸¹⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 39-ე მუხლის მე-4 პუნქტის მე-2 წინადადება.

არამედ ის ავალებს აქტივების მმართველ კომპანიას/საინვესტიციო კომპანიას განსაზღვრულ ვადაში შეცვალოს სპეციალიზებული დეპოზიტარი.⁸¹⁵ ახალი სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნისთანავე, ძველს შეუწყდება უფლებამოსილება, რითიც უზრუნველყოფილია საინვესტიციო ფონდის შეუფერხებელი ფუნქციონირება. ლიტერატურაში გავრცელებული მოსაზრების თანახმად, მაშინაც კი, როდესაც სპეციალიზებული დეპოზიტარს უწყდება უფლებამოსილება ზოგადად ლიცენზიის გაუქმების შედეგად, საზედამხედველო ორგანომ შეიძლება შესაბამის ბრძანებაში გაითვალისწინოს დათქმა, რომლის მიხედვით, ლიცენზიის გაუქმება ძალაში შევა გარკვეული პერიოდის შემდეგ, რათა აქტივების მმართველ კომპანიას/საინვესტიციო კომპანიას მიეცეს საკმარისი ვადა ახალი სპეციალიზებული დეპოზიტარის დასანიშნად.⁸¹⁶ მიზანშეწონილია, აღნიშნული მიდგომის გათვალისწინება ქართულ სამართალშიც, რათა მაქსიმალურად შემცირდეს საინვესტიციო ფონდის სპეციალიზებული დეპოზიტარის გარეშე დარჩენის ალბათობა. აღნიშნული პოზიტიურ გავლენას იქონიებს საინვესტიციო ფონდის ფუნქციონირებასა და ინვესტორის ინტერესების დაცვაზე.

3.3.2. სპეციალიზებული დეპოზიტარის ქცევის ზოგადი წესები

სპეციალიზებული დეპოზიტარი, აქტივების მმართველი კომპანიის ანალოგიურად, თავის ვალდებულებებს უნდა ახორციელებდეს განსაკუთრებული გულისხმიერებითა და ერთგულების მოვალეობის დაცვით,⁸¹⁷ კერძოდ, ის უნდა მოქმედებდეს კეთილსინდისიერად, პროფესიონალურად, სამართლიანად, დამოუკიდებლად, მხოლოდ საინვესტიციო ფონდისა და ინვესტორის ინტერესების

⁸¹⁵ § 69 Abs. 2 S. 1 KAGB; *Dreibus*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 69 Rn. 18; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 21 InvG Rn. 7; *Koch*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 69 Rn. 7.

⁸¹⁶ *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 21 InvG Rn. 10; *Dreibus*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 69 Rn. 13.

⁸¹⁷ აქტივების მმართველი კომპანიის ფიდუციურ ვალდებულებებთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.2.2.1.

სასარგებლოდ ⁸¹⁸ და ვალდებულია თავიდან აირიდოს შესაძლო ინტერესთა კონფლიქტები აქტივების მმართველ კომპანიასთან/საინვესტიციო კომპანიასთან.⁸¹⁹

დამატებით ყურადღებას იმსახურებს დამოუკიდებლად ქმედებისა და ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან არიდების ვალდებულება. სპეციალიზებული დეპოზიტარი უნდა მოქმედებდეს აქტივების მმართველი კომპანიისგან დამოუკიდებლად, მხოლოდ საინვესტიციო ფონდისა და ინვესტორების ინტერესების სასარგებლოდ, ისევე როგორც ეს უკანასკნელი უნდა მოქმედებს სპეციალიზებული დეპოზიტარისგან დამოუკიდებლად.⁸²⁰ აღნიშნული აუცილებელია სპეციალიზებული დეპოზიტარის ნეიტრალიტეტისა და აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის კონტროლის ეფექტურად განხორციელებლად, რაც საინვესტიციო ფონდში ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან მექანიზმს წარმოადგენს.⁸²¹ სპეციალიზებული დეპოზიტარისა და აქტივების მმართველი კომპანიის ერთმანეთისგან სამართლებრივი, პერსონალური და ეკონომიკური დამოუკიდებლობის ასპექტები განხილულია წინამდებარე დისერტაციის თავში 3.1.1. (საინვესტიციო ფონდის მართვისა და აქტივების შენახვის ფუნქციების გამიჯვნა).

ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან არიდების მიზნით, კანონმდებლობით აკრძალულია არამხოლოდ ერთი და იმავე პირის მიერ სპეციალიზებული დეპოზიტარისა და აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის განხორციელება,⁸²² არამედ ასევე სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ აქტივების მმართველ კომპანიასთან/საინვესტიციო კომპანიასთან მიმართებით ისეთი საქმიანობის განხორციელება, რომელმაც შეიძლება წარმოშვას ინტერესთა კონფლიქტი საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სუბიექტებს შორის.⁸²³ ასეთი საქმიანობებია სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მისთვის კანონმდებლობით დაკისრებული

⁸¹⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 25 para. 2 sec. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 70 Abs. 1 KAGB.

⁸¹⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 25 para. 2 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 70 Abs. 2 KAGB.

⁸²⁰ აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საქმიანობის დამოუკიდებლად განხორციელებაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.2.2.1.3.

⁸²¹ *Klusak, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 70 Rn. 1; Koch, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 70 Rn. 3.*

⁸²² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 25 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 70 Abs. 3 KAGB.

⁸²³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 25 para. 2 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 70 Abs. 2 KAGB.

დეპოზიტარული ფუნქციების გარდა სხვა მომსახურების გაწევა საინვესტიციო ფონდისთვის ანაზღაურების სანაცვლოდ, მაგ., საინვესტიციო ფონდისთვის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა, ტრანზაქციები დერივატივებთან დაკავშირებით ან სხვა ფუნქციები, როგორებიცაა შიდა რევიზია ან ფულის გათეთრების პრევენციისკენ მიმართული ღონისძიებების გატარება.⁸²⁴ გამონაკლისის სახით დასაშვებია საინვესტიციო ფონდისთვის ასეთი მომსახურებების გაწევა მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციის განმახორციელებელ ფინანსურ ინსტიტუტს ფუნქციურად და იერარქიულად განცალკევებული ექნება საკუთარი დეპოზიტარული ფუნქციები მათგან და ამასთანავე, ის სათანადოდ მართავს და აკონტროლებს პოტენციურ ინტერესთა კონფლიქტებს და აწვდის შესაბამის ინფორმაციას ინვესტორებს.⁸²⁵ ფუნქციური გამიჯვნა ნიშნავს, რომ დეპოზიტარულ ფუნქციებსა და სხვა საქმიანობებს შორის არ არსებობს შინაარსობრივი ან პიროვნული გადაკვეთები, ხოლო იერარქიული გამიჯვნა მოიაზრებს ფუნქციების განცალკევებას ხელმძღვანელი პირების დონეზე.⁸²⁶ ყოველ შემთხვევაში, კანონმდებლობით პირდაპირ არის აკრძალული საინვესტიციო ფონდის პორტფელის მართვის ან რისკების მენეჯმენტის ფუნქციის განხორციელება სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ.⁸²⁷

3.3.3. სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციები

ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან ღონისძიებას წარმოადგენს სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ ისეთი ფუნქციების განხორციელება, როგორებიცაა, საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვა და აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლი.

⁸²⁴ *Klusak, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 70 Rn. 5; Koch, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 70 Rn. 7; Herring, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetz, § 70 Abs. 4.*

⁸²⁵ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 35-ე მუხლის მე-3 პუნქტის მე-2 წინადადება; Art. 25 para. 2 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 70 Abs. 2 S. 1 KAGB.

⁸²⁶ *Klusak, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 70 Rn. 6.*

⁸²⁷ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 26-ე მუხლის პირველი პუნქტის „თ.ა“ ქვეპუნქტი; § 36 Abs. 3 KAGB.

3.3.3.1. საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვა და აღრიცხვა

სპეციალიზებული დეპოზიტარის ძირითად ფუნქციას წარმოადგენს ფინანსური ინსტრუმენტების შენახვა და აღრიცხვა, ასევე იმ აქტივების აღრიცხვა და მათ მიმართ საინვესტიციო ფონდის საკუთრების უფლების გადამოწმება და დადასტურება, რომელთა შენახვა მისთვის შეუძლებელია.⁸²⁸ ამდენად, შენახვის უნარის არმქონე აქტივების მიმართ მას გააჩნია ზედამხედველობის ვალდებულება.⁸²⁹ საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვა და მეთვალყურეობა სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ ემსახურება საინვესტიციო ფონდის ქონების დაცვას აქტივების მმართველი კომპანიის უკონტროლო წვდომისა და განკარგვისაგან; გარდა ამისა, აღნიშნული უმარტივეს მას აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლის ფუნქციის შესრულებას.⁸³⁰

სპეციალიზებულ დეპოზიტართან შენახვას ექვემდებარება ყველა ფინანსური ინსტრუმენტი, რომლებიც შესაძლებელია აღრიცხულ იქნეს სპეციალიზებულ დეპოზიტართან გახსნილ ფინანსური ინსტრუმენტების ანგარიშზე ან რომლებიც შეიძლება მიეწოდოს სპეციალიზებულ დეპოზიტარს მატერიალური ფორმით.⁸³¹ ამასთანავე, სპეციალიზებული დეპოზიტარის ლიკვიდაციის შემთხვევაში საინვესტიციო ფონდის აქტივების მის სალიკვიდაციო მასაში მოხვედრისაგან დაზღვევისა და აქტივების ერთმანეთისგან გამიჯვნის ხანგრძლივი პროცესის თავიდან არიდების მიზნით აუცილებელია, რომ ფინანსური ინსტრუმენტების აღრიცხვა მოხდეს საინვესტიციო ფონდის ან აქტივების მმართველი კომპანიის სახელზე გახსნილ სეგრეგირებულ ანგარიშებზე, რათა მუდმივად შესაძლებელი იყოს მათი გამიჯვნა სპეციალიზებული დეპოზიტარის საკუთარი აქტივებისაგან.⁸³²

⁸²⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-2 პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი, 37-ე მუხლი; Art. 22 para. 5 of the UCITS Directive 2009/65/EC; Art. 12-14 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries; § 72 KAGB.

⁸²⁹ Koch, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 72 Rn. 3.

⁸³⁰ Dreibus/Stabenow, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 72 Rn. 1; Moericke, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 72 Rn. 3.

⁸³¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 37-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 22 para. 5 subpara. a (i) of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 1 (a) KAGB.

⁸³² Vadolas/Kunschke, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, Vor §§ 68 ff. Rn. 66 f.; „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 37-ე მუხლის მე-2 პუნქტი, Art. 22 para. 5 subpara. a (ii) of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 1 (b) KAGB.

საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვით სპეციალიზებულ დეპოზიტარს გადაეცემა მათი ფაქტობრივად განკარგვის ძალაუფლება, რაც გამოიხატება იმაში, რომ საინვესტიციო ფონდის სასარგებლოდ დადებული ვალდებულებითსამართლებრივი გარიგებების შესასრულებლად კონკრეტული აქტივის განკარგვა სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფაქტობრივი თანამონაწილეობის გარეშე ვერ მოხდება.⁸³³ შესაბამისად, მას აქვს შესაძლებლობა, თითოეული განკარგვისას შეამოწმოს განკარგვის შესაბამისობა კანონმდებლობისა და სადამფუძნებლო დოკუმენტის მოთხოვნებთან.⁸³⁴

იმ აქტივების მიმართ, რომელთა შენახვა შეუძლებელია, სპეციალიზებულ დეპოზიტარი ვალდებულია შეამოწმოს და დაადასტუროს მათი კუთვნილება საინვესტიციო ფონდისადმი აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მიწოდებული და მის მიერ მოპოვებული ინფორმაციის საფუძველზე; ამავდროულად, მან უნდა აწარმოოს ასეთი აქტივების აღრიცხვა და ჩანაწერების მუდმივად განახლება.⁸³⁵ ასეთ აქტივებს მიეკუთვნება მაგ., მოთხოვნები დერივატივებიდან, რომლებიც არ არიან კონვერტირებადი ფასიან ქაღალდებში, მოთხოვნები საპროცენტო სარგებლის ან დივიდენდების შესახებ, მოთხოვნები ზიანის ანაზღაურებასთან დაკავშირებით და სხვა.⁸³⁶

შენახვის უნარის არმქონე აქტივები არ იმყოფება სპეციალიზებული დეპოზიტარის უშუალო გავლენის სფეროში და ამდენად, მათი გასხვისება შესაძლებელია მისი ფაქტობრივი მონაწილეობის გარეშე.⁸³⁷ აღნიშნულის საკომპენსაციოდ, აქტივებზე ზედამხედველობის ფუნქციის შესრულების მიზნით სპეციალიზებული დეპოზიტარი ვალდებულია დანერგოს პროცედურები, რომლის მიხედვით, ამ აქტივების განკარგვა არ უნდა მოხდეს მისი ინფორმირების გარეშე.⁸³⁸

⁸³³ *Moericke*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 72 Rn. 3; *Dreibus/Stabenow*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 72 Rn. 3.

⁸³⁴ *Beckmann*, Beckmann/Scholtz/Vollmer (Hrsg.), Investment, 405 § 72 KAGB Rn. 2; *Moericke*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 72 Rn. 3.

⁸³⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 37-ე მუხლის მე-3 პუნქტი, Art. 22 para. 5 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 2 KAGB.

⁸³⁶ *Dreibus/Stabenow*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 72 Rn. 14; *Koch*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 72 Rn. 21; recital 14 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

⁸³⁷ *Dreibus/Stabenow*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 72 Rn. 15.

⁸³⁸ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-7 მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 14 para. 2 sentence 2 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

აქტივების მმართველი კომპანია/საინვესტიციო კომპანია ასევე ვალდებული არიან უზრუნველყონ, რომ სპეციალიზებული დეპოზიტარი დაუყოვნებლივ მიიღებს ინფორმაციის ყოველი განკარგვის შესახებ.⁸³⁹

3.3.3.2. აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლი

სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლი გულისხმობს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოშვების, გაყიდვის, გამოსყიდვისა და გაუქმების, ასევე ერთეულების ღირებულების გამოთვლის, და საინვესტიციო ფონდის მოგების გამოყენების კანონმდებლობასა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტთან შესაბამისობის კონტროლს.⁸⁴⁰ სპეციალიზებული დეპოზიტარის კონტროლის ფუნქციას მიეკუთვნება ასევე მისი ვალდებულება უზრუნველყოს, რომ საინვესტიციო ფონდის აქტივებით განხორციელებულ ტრანზაქციებში საინვესტიციო ფონდის მიმართ ნებისმიერი გადახდა განხორციელდეს ჩვეულებრივ ვადებში,⁸⁴¹ და უზრუნველყოს საინვესტიციო ფონდის ფულადი ნაკადის მიმოქცევის კონტროლი.⁸⁴² აღსანიშნავია, რომ ეს ჩამონათვალი არ არის ამომწურავი. სპეციალიზებული დეპოზიტარის კონტროლის ფუნქცია ვრცელდება აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ნებისმიერ სხვა ქმედებასთან მიმართებით, რომლის კონტროლიც რელევანტურია ინვესტორის ინტერესებიდან გამომდინარე.⁸⁴³

UCITS-ის დირექტივა სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციების ამ კატალოგში მოიხსენიებს ასევე მის ვალდებულებას, შეასრულოს აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ინსტრუქციები, თუ ისინი არ

⁸³⁹ Art. 14 para. 2 sentence 2 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

⁸⁴⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის პირველი პუნქტის „გ“, „დ“ და „ზ“ ქვეპუნქტები, Art. 22 para. 3 subparas. a, b and e of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 1 und 3 KAGB.

⁸⁴¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ვ“ ქვეპუნქტი, Art. 22 para. 3 subpara. d of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 2 KAGB.

⁸⁴² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტი, Art. 22 para. 4 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁸⁴³ *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 27 InvG Rn. 2; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 76 Rn. 2.

ეწინააღმდეგებიან კანონმდებლობასა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტს.⁸⁴⁴ ერთი შეხედვით, ამ ვალდებულებით ირღვევა სპეციალიზებული დეპოზიტარის აქტივების მმართველი კომპანიისაგან/საინვესტიციო კომპანიისგან დამოუკიდებლობის პრინციპი, თუმცა საკითხის სიღრმისეული შესწავლისას ნათელი ხდება, რომ ეს რეგულირება კიდევ ერთხელ თვალსაჩინოს ხდის ამ ორ სუბიექტს შორის როლების გადანაწილებას.⁸⁴⁵ აქტივების მმართველი კომპანია არის სუბიექტი, რომელიც მართავს UCITS-ის საქმიანობას და გააჩნია მოქმედების ფართო არეალი, რომელიც იზღუდება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მისი ქმედება კანონმდებლობის მოთხოვნებსა და საინვესტიციო პირობებს არ შეესაბამება.⁸⁴⁶ შესაბამისად, სპეციალიზებული დეპოზიტარი ახორციელებს ასევე ამ ინსტრუქციების კანონმდებლობასთან შესაბამისობის კონტროლს და ვალდებულია შეასრულოს ისინი მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ისინი წინააღმდეგობაში არ მოდიან კანონმდებლობისა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტის მოთხოვნებთან, კერძოდ, ისინი შესაბამისობაში უნდა იყვნენ ნებადართულ აქტივებთან, საინვესტიციო შეზღუდვებთან, ლევერეჯის ლიმიტებთან და სხვა.⁸⁴⁷

დასახელებული კონტროლის ფუნქციების შესრულების მიზნით სპეციალიზებულმა დეპოზიტარმა დანიშვნისთანავე უნდა გაანალიზოს რისკები საინვესტიციო ფონდის საინვესტიციო პოლიტიკისა და სტრატეგიის ხასიათის, ზომისა და კომპლექსურობისა და აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ორგანიზაციის გათვალისწინებით.⁸⁴⁸ ამ ანალიზის საფუძველზე მან უნდა შეიმუშავოს, დანერგოს და რეგულარულად განაახლოს კონკრეტული საინვესტიციო ფონდისთვის შესაბამისი საზედამხედველო პროცედურები, რამდენადაც ამას კანონმდებლობით განსაზღვრული კონტროლის ფუნქციის მასშტაბები მოითხოვს.⁸⁴⁹

⁸⁴⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ე“ ქვეპუნქტი; Art. 22 para. 3 subpara. c of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 2 KAGB.

⁸⁴⁵ *Klusak, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 76 Rn. 13; *Dreibus/Stabenow, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 72 Rn. 15.

⁸⁴⁶ *Klusak, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 76 Rn. 13.

⁸⁴⁷ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-7 მუხლის მე-8 პუნქტი.

⁸⁴⁸ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-7 მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 3 para. 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

⁸⁴⁹ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-7 მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 3 para. 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries; *Dreibus/Stabenow, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 76 Rn. 3.

როგორც ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარეობს, სპეციალიზებული დეპოზიტარის კონტროლის ფუნქცია არ გულისხმობს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ეკონომიკური მიზანშეწონილობის კონტროლს, არამედ მოიცავს მხოლოდ სამართლებრივი შესაბამისობის კონტროლს.⁸⁵⁰ საინვესტიციო ფონდის პორტფელის მართვასთან დაკავშირებული გადაწყვეტილებების გონივრულობა ეკონომიკური თვალსაზრისით, მათ შორის, საინვესტიციო მიზნები ან საინვესტიციო პოლიტიკა, არ ექვემდებარება სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ შემოწმებას.⁸⁵¹ აქტივების მმართველი კომპანიის ქმედებების სამართლებრივი შესაბამისობის კონტროლისას სპეციალიზებული დეპოზიტარმა შეიძლება იხელმძღვანელოს ერთმნიშვნელოვანი რიცხობრივი მაჩვენებლებით ან სამართლებრივი ცნებებით განსაზღვრადი პრინციპებით.⁸⁵²

საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, სპეციალიზებულმა დეპოზიტარმა ზემოთ დასახელებული კონტროლის ფუნქციები „უნდა განახორციელოს შესაბამისი ოპერაციის შესრულების შემდგომ“; აქვე დაკონკრეტებულია, რომ აღნიშნულში იგულისხმება ასევე აქტივების მმართველი კომპანიისაგან/საინვესტიციო კომპანიისაგან მიღებული ინსტრუქციების კანონმდებლობასთან და სადამფუძნებლო დოკუმენტთან შესაბამისობის მონიტორინგი.⁸⁵³ აღნიშნული მოწესრიგება შესაბამისობაშია ევროკავშირის კანონმდებლობასთან, რომელიც ასევე ex-post მონიტორინგს ითვალისწინებს,⁸⁵⁴ თუმცა ქართული კანონმდებლობისგან განსხვავებით, ევროკავშირის კანონმდებლობა აღნიშნულს იმპერატიული ფორმით არ განსაზღვრავს. პირიქით, ევროკომისიის დელეგირებული დადგენილების (EU) 2016/438 შესავალი დებულებებითა და ESMA-ს სახელმძღვანელო განმარტებების

⁸⁵⁰ *Herring*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 76 Rn. 1; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), *InvG*, *InvStG*, § 27 *InvG* Rn. 2; *Ohl*, *Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks*, 61; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), *KAGB*, § 77 Rn. 14; *Patz*, BKR 2015, 193, 194; *Ziff*. 7.1.3, BaFin Rundschreiben 08/2015 (WA) - Aufgaben und Pflichten der Verwahrstelle; *Dreibus/Stabenow*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), *KAGB*, § 72 Rn. 24; *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 267.

⁸⁵¹ *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), *KAGB*, § 77 Rn. 15.

⁸⁵² *Eckhold/Balzer*, Assmann/Schütze/Buck-Heeb (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 22 Rn. 92; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), *KAGB*, § 76 Rn. 15.

⁸⁵³ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-7 მუხლის მე-12 პუნქტი.

⁸⁵⁴ Art. 3 para. 2 sentence 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

თანახმად, აღნიშნული დათქმა არ გამორიცხავს ცალკეულ შემთხვევაში წინასწარი - ex-ante - მონიტორინგის განხორციელების შესაძლებლობას საინვესტიციო ფონდთან შეთანხმებით, თუ აღნიშნული მიზანშეწონილად იქნება მიჩნეული.⁸⁵⁵ მიზანშეწონილია, მსგავსი მიდგომის დამკვიდრება ქართულ სამართალშიც, რაც აქტივების მმართველი კომპანიის ქმედებების მიმართ პრევენციულ ფუნქციას შეასრულებს და დადებით გავლენას იქონიებს ინვესტორის ინტერესების დაცვაზე.

მნიშვნელოვანია ყურადღების შეჩერება სპეციალიზებული დეპოზიტარის ვალდებულებაზე უზრუნველყოს საინვესტიციო ფონდის ფულადი ნაკადის სათანადო კონტროლი. გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, სპეციალიზებული დეპოზიტარი წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდის ანგარიშსწორების ადგილს, რაც ნიშნავს, რომ ნებისმიერი ფულადი გადახდა, რომელიც საინვესტიციო ფონდს ეხება, უნდა განხორციელდეს მხოლოდ სპეციალიზებული დეპოზიტართან გახსნილ მიმდინარე ანგარიშზე მისივე თანამონაწილეობით.⁸⁵⁶ ამდენად, აქტივების მმართველ კომპანიას მხოლოდ სპეციალიზებული დეპოზიტარის ჩართულობით, მისთვის შესაბამისი ინსტრუქციის მიცემის გზით შეუძლია განკარგოს ანგარიშზე არსებული ფულადი სახსრები.⁸⁵⁷

სპეციალიზებული დეპოზიტარის ანგარიშსწორების ადგილის ფუნქცია განიხილება საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვის ფუნქციის ლოგიკურ გაგრძელებად.⁸⁵⁸ აღნიშნული რეგულაციით გერმანელი კანონმდებელი გასცდა UCITS-ის დირექტივის მოთხოვნებს,⁸⁵⁹ რომელიც UCITS-ს ნებას რთავს, ნებისმიერ

⁸⁵⁵ Recital 4 sentence 2 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries; Sec. 12.3.2 of the ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive ESMA/2011/379; მართალია, აღნიშნული გაიდლაინები შემუშავებულია AIFM-თან დაკავშირებით, თუმცა ანალოგიური რეგულირება და შესაბამისად, მიდგომა არსებობს UCITS-ის შემთხვევაშიც.

⁸⁵⁶ § 74 KAGB; *Dreibus*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 74 Rn. 4; *Karcher*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 74 Rn. 2; *Schäfer*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 74 Rn. 7; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 25 InvG Rn. 3; *Vadolas/Kunschke*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 74 Rn. 5.

⁸⁵⁷ *Dreibus/Stabenow*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 72 Rn. 22. პრაქტიკაში გამოიკვეთა შემთხვევები, როცა საინვესტიციო ფონდის მიმდინარე ანგარიში გახსნილია სპეციალიზებული დეპოზიტარის გარდა სხვა ბანკშიც, თუმცა ასეთ შემთხვევაშიც სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შეუძლია უარყოს გადახდები მათზე თანხმობის განუცხადებლობით [*Klusak*, Boxberger/Anders/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 74 Rn. 5].

⁸⁵⁸ *Schäfer*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 74 Rn. 1; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 25 InvG Rn. 2; *Vadolas/Kunschke*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 74 Rn. 2 f.

⁸⁵⁹ *Dreibus*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 74 Rn. 4.

ბანკში გახსნას მიმდინარე ანგარიშები და სპეციალიზებული დეპოზიტარს მხოლოდ ფულადი ნაკადის მიმოქცევის კონტროლის უფლებამოსილებით აღჭურავს.⁸⁶⁰ შედეგად, კიდევ უფრო იზრდება სპეციალიზებული დეპოზიტარის როლი და მნიშვნელობა ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით და გამოირიცხება აქტივების მმართველი კომპანიის თვითნებური წვდომა როგორც საინვესტიციო ფონდის აქტივების, ასევე საინვესტიციო ფონდის მიმოქცევაში მყოფი ფულადი სახსრების მიმართაც.⁸⁶¹

ქართული კანონმდებლობა ამ თვალსაზრისით სრულად შესაბამისობაშია UCITS-ის დირექტივასთან და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს მხოლოდ საინვესტიციო ფონდის ფულადი ნაკადის კონტროლის ფუნქციით აღჭურავს. შესაბამისად, საინვესტიციო ფონდის ფულადი სახსრები შეიძლება განთავსებულ იქნეს ნებისმიერ ლიცენზირებულ ბანკში საინვესტიციო ფონდის, აქტივების მმართველი კომპანიის ან სპეციალიზებული დეპოზიტარის სახელზე გახსნილ საბანკო ანგარიშებზე.⁸⁶² აქტივების მმართველი კომპანია/საინვესტიციო კომპანია ვალდებულია, თუ საბანკო ანგარიშები გახსნილია მათ სახელზე, სპეციალიზებულ დეპოზიტარს მიაწოდოს ყველა რელევანტური და აუცილებელი ინფორმაცია ფულადი ნაკადის კონტროლის ფუნქციის სათანადოდ განხორციელების მიზნით.⁸⁶³ სათანადო კონტროლის მიზნით სპეციალიზებული დეპოზიტარი შეიმუშავებს და ნერგავს პროცედურებს საინვესტიციო ფონდის ფულადი სახსრების მოძრაობის რეკონსილაციასთან და მნიშვნელოვანი მოცულობის ან/და ისეთი ფულადი სახსრების იდენტიფიცირების მიზნით, რომლებიც შესაძლოა შეუსაბამო იყოს საინვესტიციო ფონდის საქმიანობასთან.⁸⁶⁴

⁸⁶⁰ Art. 22 para. 4 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁸⁶¹ *Schäfer*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 74 Rn. 2; *Klusak*, Boxberger/Anders/Dreibus (Hrsg.), *KAGB*, § 74 Rn. 4; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), *InvG*, *InvStG*, § 25 *InvG* Rn. 2.

⁸⁶² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის „ბ“ ქვეპუნქტი; Art. 22 para. 4 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁸⁶³ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-9 მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 9 para. 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

⁸⁶⁴ „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესის“ მე-7 მუხლის მე-5 პუნქტი; Art. 10 para. 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries.

3.4. ინვესტორის მოთხოვნები ზიანის ანაზღაურებაზე აქტივების მმართველი კომპანიისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართ

მიუხედავად იმისა, რომ აქტივების მმართველი კომპანია ექვემდებარება მკაცრ ზედამხედველობასა და კონტროლს საზედამხედველო ორგანოსა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ, მაინც შესაძლებელია, რომ მის მიერ ვალდებულებების ბრალეულად დარღვევის, მაგ., კანონმდებლობით დაშვებული საინვესტიციო ლიმიტების (ზღვრების) დაუცველობის შედეგად ზიანი მიადგეს საინვესტიციო ფონდის ინვესტორებს; ზიანი შეიძლება წარმოიშვას ასევე სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მასზე დაკისრებული ვალდებულებების არაჯეროვნად შესრულების შემთხვევაში, მაგ., მასთან შენახული საინვესტიციო ფონდის აქტივების დაკარგვით.⁸⁶⁵ ინვესტორს ასეთ შემთხვევაში, როგორც წესი, წარმოეშობა უფლება მოითხოვოს დამდგარი ზიანის ანაზღაურება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე და მომდევნო მუხლების შესაბამისად. აღნიშნული ინვესტორის დაცვის მნიშვნელოვან მექანიზმს წარმოადგენს და ემსახურება ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკისა და მმართველობის რისკის შემცირებას.

ზიანის ანაზღაურების გარდა, ინვესტორს შეუძლია ასევე მოითხოვოს აქტივების მმართველი კომპანიის ან სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ ვალდებულებების შესრულება, გარკვეული ქმედებების განხორციელება ან განხორციელებისგან თავის შეკავება, ინფორმაციის მიწოდება და სხვა.⁸⁶⁶

3.4.1. აქტივების მმართველი კომპანიის მიმართ

ერთმანეთისგან განასხვავებენ ინვესტორის ინდივიდუალურ მოთხოვნებს (Individualansprüche), რომლებიც შეიძლება გააჩნდეს მხოლოდ ცალკეულ ინვესტორს და კოლექტიურ მოთხოვნებს, რომლებიც წარმოიშობა ისეთი ზიანის მიყენებისაგან,

⁸⁶⁵ *Schäfer*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 78 Rn. 1.

⁸⁶⁶ *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 13; *Herring*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 78 Rn. 5 f.; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 28 InvG Rn. 5.

რომელიც ფონდის ყველა ინვესტორს თანაბრად ეხება (Kollektivansprüche).⁸⁶⁷ ინდივიდუალური მოთხოვნები წარმოიშობა აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის,⁸⁶⁸ ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის არდაკმაყოფილების გამო⁸⁶⁹ და სხვა.⁸⁷⁰ ხოლო კოლექტიური ზიანი შეიძლება დადგეს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მისი ვალდებულების დარღვევის შედეგად, საინვესტიციო ფონდი მართოს მხოლოდ ინვესტორების საუკეთესო ინტერესების გათვალისწინებით გულისხმიერებისა და ერთგულების მოვალეობის დაცვით, მაგ., არაოპტიმალური და არაგონივრული რისკის გაწევის შედეგად, საინვესტიციო ზღვრების დარღვევით ან ისეთი აქტივების შექმნით, რომლებიც არ არიან შესაბამისობაში სადამფუძნებლო დოკუმენტის პირობებთან და სხვა.⁸⁷¹

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის სამართლებრივი ურთიერთობა მყარდება საინვესტიციო ხელშეკრულების დადებით.⁸⁷² თუ აქტივების მმართველი კომპანია ბრალეულად დაარღვევს ამ ხელშეკრულების საფუძველზე ნაკისრ ვალდებულებებს საინვესტიციო ფონდის მართვასთან დაკავშირებით, ინვესტორს შეუძლია აღძრას სარჩელი შედეგად დამდგარი ზიანის ანაზღაურებაზე საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე მუხლის პირველი ნაწილის შესაბამისად.⁸⁷³

იმ საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში, რომელსაც დანიშნული ჰყავს გარე აქტივების მმართველი კომპანია, ინვესტორსა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის წარმოიშობა კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა; გარე აქტივების მმართველ კომპანიას საინვესტიციო კომპანიასთან დადებული ხელშეკრულების საფუძველზე გადაეცემა საინვესტიციო ფონდის მართვის სრული

⁸⁶⁷ *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 10; *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 17.

⁸⁶⁸ პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობასთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.5.1.6.

⁸⁶⁹ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-40 მუხლის პირველი პუნქტი.

⁸⁷⁰ *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 10 Fn. 18; *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 17.

⁸⁷¹ *Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 242, 276; *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 11.

⁸⁷² საინვესტიციო ხელშეკრულების თაობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.1.1.

⁸⁷³ *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 10 Rn. 40; *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2434 f.; *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 272; *Winterhalder*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 47; *Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anleger bei Pflichtverletzungen, 276.

უფლებამოსილება და მასთან დაკავშირებული პასუხისმგებლობა, რაც მოიცავს ასევე სამოქალაქოსამართლებრივ პასუხისმგებლობას ინვესტორების წინაშე.⁸⁷⁴ მათ შორის კანონისმიერი ურთიერთობის წარმოშობა გამომდინარეობს ასევე აქტივების მმართველი კომპანიისთვის კანონმდებლობით დაკისრებული ვალდებულებიდან, თავისი საქმიანობის განხორციელებისას იმოქმედოს მხოლოდ ინვესტორის საუკეთესო ინტერესების გათვალისწინებით.⁸⁷⁵ შედეგად, გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საინვესტიციო ფონდის მართვასთან დაკავშირებული ვალდებულებების ბრალეული დარღვევის შემთხვევაში ინვესტორს წარმოეშობა ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე მუხლის პირველი ნაწილის შესაბამისად.⁸⁷⁶ არსებითი მნიშვნელობა არ ენიჭება იმ გარემოებას, რომ ინვესტორი წარმოადგენს გარე აქტივების მმართველის მიერ მართული საინვესტიციო კომპანიის აქციონერს. საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობები უკან იხევს საინვესტიციოსამართლებრივი ურთიერთობების მიმართ, რომლის ცენტრალურ ფიგურას წარმოადგენს ინვესტორი და რომელსაც უშუალოდ შეუძლია ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის განხორციელება.⁸⁷⁷ აღნიშნული არ გამორიცხავს საინვესტიციო კომპანიის უფლებას, მისი როგორც საზოგადოების ინტერესების დაცვის მიზნით განახორციელოს საკუთარი მოთხოვნები გარე აქტივების მმართველი კომპანიის წინააღმდეგ მათ შორის არსებული სახელშეკრულებო ურთიერთობის საფუძველზე.⁸⁷⁸

თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში, რომელიც აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციას მისი ხელმძღვანელი ორგანოს მეშვეობით ახორციელებს, ინვესტორის მოთხოვნები ზიანის ანაზღაურებაზე ექცევა საკორპორაციოსამართლებრივ მოდელში.⁸⁷⁹ ინვესტორს შეუძლია „მეწარმეთა

⁸⁷⁴ საინვესტიციო კომპანიასა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის ფუნქციებისა და პასუხისმგებლობების სფეროების განაწილების თაობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.2.2.

⁸⁷⁵ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი; § 26 Abs. 1 KAGB; *Winterhalder, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 47; *Beckmann, Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Hrsg.), Investment, 405 § 17 KAGB Rn. 140 ff; *Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital*, 299.

⁸⁷⁶ *Meßner, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft*, 212; *Wallach, ZGR* 2014, 289, 301; *Müchler, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital*, 299; *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 268.

⁸⁷⁷ *Zetzsche, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 52 ff.

⁸⁷⁸ *Zetzsche, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 50.

⁸⁷⁹ *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 273.

შესახებ“ საქართველოს კანონის 222-ე მუხლის შესაბამისად აღძრას დერივაციული სარჩელი საინვესტიციო კომპანიის ხელმძღვანელი პირების წინააღმდეგ, თუ მათ მიერ ვალდებულებების დარღვევის შედეგად ზიანი მიადგება საინვესტიციო კომპანიას.⁸⁸⁰ თუმცა, ეს მოთხოვნა წარმოადგენს ინვესტორის არა საკუთარ, არამედ საინვესტიციო კომპანიის მოთხოვნას და ინვესტორს მხოლოდ კანონმდებლობით განსაზღვრული გარკვეული წინაპირობების დაკმაყოფილების შემთხვევაში აქვს სამართლებრივი ქმედებების განხორციელების უფლება. შესაბამისად, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისა და გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართული საინვესტიციო კომპანიისგან განსხვავებით, სადაც ინვესტორს აქტივების მმართველ კომპანიასთან არსებული ვალდებულებითი ურთიერთობიდან გამომდინარე პირდაპირი მოთხოვნის უფლება წარმოეშობა, თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ნაკლებად არის გარანტირებული ინვესტორის დაცვა. გასათვალისწინებელია ის გარემოებაც, რომ ინვესტორ-აქციონერებს, როგორც წესი, არ გააჩნიათ ხმის უფლება და ფაქტობრივად არ შეუძლიათ ზეგავლენის მოხდება საინვესტიციო კომპანიაში გადაწყვეტილებების მიღებაზე.⁸⁸¹

თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში აღნიშნული თვალსაზრისით ინვესტორის დაცვის გაუმჯობესების გზას წარმოადგენს გერმანულ სამართალში არსებული გამიჯვნის პრინციპი, რომლის მიხედვით, საინვესტიციო კომპანიის სადამფუძნებლო შეთანხმება და სადამფუძნებლო დოკუმენტი, რომელიც საინვესტიციოსამართლებრივ ურთიერთობებს აწესრიგებს, ორი სხვადასხვა დოკუმენტით წესრიგდება. მეცნიერთა ნაწილის მოსაზრებით, ინვესტორსა და საინვესტიციო კომპანიას შორის ერთი მხრივ, სადამფუძნებლო შეთანხმების საფუძველზე ყალიბდება საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობა, ხოლო მეორე მხრივ, იდება საინვესტიციო ხელშეკრულება, რომლის ძირითად შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს სადამფუძნებლო დოკუმენტი და ამდენად, პარალელურად წარმოიშობა ვალდებულებითსამართლებრივი ურთიერთობა.⁸⁸² შედეგად, იმ შემთხვევაში, თუ საინვესტიციო კომპანია დაარღვევს საინვესტიციო ფონდის

⁸⁸⁰ *Urhahn*, Prozessverträge im Investmentrecht, 98; *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 10 Rn. 45 ff.

⁸⁸¹ *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 10 Rn. 46.

⁸⁸² თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიასა და ინვესტორს შორის სამართლებრივი ურთიერთობის თაობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.2.1.

მართვასთან დაკავშირებულ ვალდებულებებს, ინვესტორს წარმოეშობა ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება §§ 280 ff. BGB (საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე და მომდევნო მუხლების შესაბამისად).⁸⁸³ თუმცა ამ გადაწყვეტის გამოყენება მხოლოდ იმ შემთხვევაში იქნება გამართლებული, თუ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში უზრუნველყოფილი იქნება საწარმოო კაპიტალისა და საინვესტიციო კაპიტალის ერთმანეთისგან გამიჯვნა.⁸⁸⁴ საინვესტიციო კომპანიის ხელმძღვანელი პირების მიერ ვალდებულებების ბრალეული დარღვევით წარმოშობილი ზიანისთვის პასუხისმგებლობის მასას უნდა წარმოადგენს მხოლოდ საინვესტიციო კომპანიის დამფუძნებელი აქციონერების მიერ განთავსებული საკუთარი კაპიტალი იგივე საწარმოო კაპიტალი, ინვესტორების მიერ გაერთიანებული კაპიტალი კი დაზღვეული უნდა იყოს ამ საოპერაციო რისკისგან.⁸⁸⁵ წინააღმდეგ შემთხვევაში კოლექტიური ზიანის შემთხვევაში საინვესტიციო კომპანია ვალდებული იქნება თავის თავს აუნაზღაუროს ზიანი, რაც ინვესტორების როგორც აქციონერების ფინანსურ მდგომარეობას არ შეცვლის,⁸⁸⁶ ხოლო ინდივიდუალური ზიანის შემთხვევაში, ერთი კონკრეტული ინვესტორისთვის ზიანის ანაზღაურებით შემცირდება საინვესტიციო კომპანიის კაპიტალი, რაც პროპორციულად შეამცირებს ყველა სხვა ინვესტორის ერთეულების ღირებულებას.⁸⁸⁷ ამდენად, თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ინვესტორის დაცვის გასაუმჯობესებლად არაერთი რეფორმა ერთდროულად უნდა გატარდეს.

ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნები შეიძლება წარმოიშვას ასევე დელიქტის საფუძველზე საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 992-ე მუხლის შესაბამისად, ყველა შესაძლო ფორმით.⁸⁸⁸

ინდივიდუალური ზიანის შემთხვევაში, შესაბამის ზიანის ანაზღაურებას მიიღებს უშუალოდ მოთხოვნის განმახორციელებელი ინვესტორი.⁸⁸⁹ პრობლემურია

⁸⁸³ *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 100.

⁸⁸⁴ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონებისა და პასუხისმგებლობის გამიჯვნის პრობლემებზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.3.2.2.

⁸⁸⁵ *Urhahn*, *Prozessverträge im Investmentrecht*, 101 f.; *Müchler*, *Investaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital*, 102; *Eckhold*, *ZBB* 2016, 102, 110.

⁸⁸⁶ *Einsele*, *AG* 2011, 141, 148; *Engert*, *Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht*, 429; *Sachtleber*, *Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England*, 183 f.

⁸⁸⁷ *Sachtleber*, *Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England*, 183.

⁸⁸⁸ *Winterhalder*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 17 Rn. 47.

⁸⁸⁹ *Alfes*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 78 Rn. 23.

და დისკუსიის საგანს წარმოადგენს ინვესტორის მიერ კოლექტიური მოთხოვნების განხორციელების საკითხი, კერძოდ, შეუძლია ცალკეულ ინვესტორს მოითხოვოს ზიანის მხოლოდ ის ნაწილი, რომელიც მას მიადგა, თუ საჭიროა ყველა ინვესტორის ერთობლივი ქმედება? გამომდინარე იქედან, რომ ღია საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში ინვესტორების მიერ მოთხოვნის ერთად განხორციელება ფაქტობრივად გამორიცხულია მათი სიმრავლიდან და დაინტერესების სხვადასხვა ხარისხიდან გამომდინარე, ყველაზე მისაღებ ვარიანტად რჩება ცალკეული ინვესტორის მიერ სარჩელის აღძვრა მთელი ინვესტორთა კოლექტივის სასარგებლოდ *actio pro socio*-ს⁸⁹⁰ პრინციპებზე დაყრდნობით.⁸⁹¹ წინააღმდეგ შემთხვევაში წარმოიშობოდა ინვესტორთა ორი კატეგორია, (1) რომლებმაც მიიღეს და (2) რომლებსაც ჯერ არ მიუღიათ ზიანის ანაზღაურება.⁸⁹² თუმცა, ინვესტორის მიერ მთელი ინვესტორთა კოლექტივისთვის ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნა დიდ ხარჯებთან არის დაკავშირებული, რაც ეკონომიკური თვალსაზრისით მნიშვნელოვნად იმოქმედებს ინვესტორის მოტივაციაზე, აღძვრას სარჩელი აქტივების მმართველი კომპანიის წინააღმდეგ.⁸⁹³

ინვესტორის მოტივაცია და უნარები, გააკონტროლოს აქტივების მმართველი კომპანია, პროპორციულად არის დამოკიდებული მისი ინვესტიციის სიდიდეზე; რაც უფრო მცირეა ინვესტიცია, მით უფრო არახელსაყრელია მისთვის სარჩელის აღძვრა; აღნიშნულს ემატება ის გარემოება, რომ ინვესტორს, როგორც წესი, არ გააჩნია საკმარისი ცოდნა, მტკიცებულებები და გამოცდილება საიმისოდ, რომ თვითონ იზრუნოს მოთხოვნების სასამართლო წესით განხორციელებაზე.⁸⁹⁴ მეტიც, ინვესტორებმა ზიანის წარმოშობის შესახებ შეიძლება ვერაფერი გაიგონ.⁸⁹⁵ ამ გარემოების გათვალისწინებით, ინვესტორების ინტერესების დაცვის მიზნით,

⁸⁹⁰ გერმანული სამეცნიერო ლიტერატურის თანახმად *actio pro socio*-ს ინსტიტუტი გამოიყენება §§ 432, 1011, 2039 BGB-ის ნორმების ანალოგიით. ქართულ სამართალში ანალოგიურ ნორმას ვხვდებით საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 173-ე მუხლის პირველი ნაწილის მე-2 წინადადებაში, რომლის თანახმად, „თითოეულ თანამესაკუთრეს შეუძლია მოთხოვნები წარუდგინოს მესამე პირებს საერთო საკუთრებაში არსებული ქონების გამო“. *actio pro socio* ამ შემთხვევაში არ წარმოადგენს საკორპორაციო სამართლით გათვალისწინებულ დერივაციულ სარჩელს, ვინაიდან ინვესტორი არა საზოგადოების მოთხოვნის განხორციელებას ცდილობს, არამედ საკუთრი მოთხოვნის.

⁸⁹¹ *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 27 ff.; *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 29.

⁸⁹² *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 28.

⁸⁹³ *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 27.

⁸⁹⁴ *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 508 f.; *Klusak*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 1; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 28 InvG Rn. 2.

⁸⁹⁵ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 271.

გერმანელმა კანონმდებელმა ინვესტორების პარალელურად სპეციალიზებულ დეპოზიტარს მიანიჭა უფლებამოსილება და ვალდებულება, საკუთარი სახელით განახორციელოს ინვესტორების კოლექტიური მოთხოვნები აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ კანონისმიერი ან სახელშეკრულებო ვალდებულებების დარღვევის შემთხვევაში.⁸⁹⁶ სპეციალიზებული დეპოზიტარისთვის საპროცესო წარმომადგენლობის⁸⁹⁷ მინიჭება წარმოადგენს მასზე დაკისრებული აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლის ვალდებულების ერთ-ერთ გამოვლინებას.⁸⁹⁸ გამომდინარე იქედან, რომ აქტივების მმართველი კომპანიას აკისრია სპეციალიზებული დეპოზიტარისათვის ინფორმაციის მუდმივ რეჟიმში მიწოდების ვალდებულება, ბუნებრივია, ის უკეთეს მდგომარეობაშია, იმოქმედოს შესაბამისი ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნების განსახორციელებლად. ამდენად, მიზანშეწონილი იქნებოდა, ამ მიდგომის ქართულ სამართალში გაზიარება.

აქვე აღსანიშნავია, რომ მიუხედავად გერმანულ სამართალში შემუშავებული კონცეფციის გონივრულობისა, ეს მოდელი პრაქტიკაში აღუსრულებელი დარჩა, ვინაიდან ასეთი სარჩელების რაოდენობა ძალიან მცირეა.⁸⁹⁹ აღნიშნულის შესაძლო მიზეზად სახელდება ის გარემოება, რომ აქტივების მმართველი კომპანიის წინააღმდეგ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნით სპეციალიზებული დეპოზიტარი ამავდროულად ამჟღავნებს, რომ მან სათანადოდ ვერ განახორციელა საკუთარი კონტროლის ფუნქციები აქტივების მმართველი კომპანიის მიმართ.⁹⁰⁰ სიტუაცია კიდევ უფრო რთულდება იმ შემთხვევაში, როცა აქტივების მმართველი კომპანია და სპეციალიზებული დეპოზიტარი ერთსა და იმავე კონცერნს მიეკუთვნება და ინსტიტუციურადაც არიან ერთმანეთზე დამოკიდებული.⁹⁰¹ ამ ყველაფერს ემატება

⁸⁹⁶ § 78 Abs. 1 KAGB.

⁸⁹⁷ *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 28 InvG Rn. 9; *Baur*, Investmentgesetze, § 12c KAGG Rn. 8; *Schödermeier/Baltzer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 12c KAGG Rn. 10; *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 1.

⁸⁹⁸ *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 16; *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 679; *Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 312.

⁸⁹⁹ *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 3; *Köndgen*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 28 InvG Rn. 3.

⁹⁰⁰ *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, 189.

⁹⁰¹ *Schmolke*, WM 2007, 1909 f.; *Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 312; *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 3; *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 5.

წინასწარ ძნელად პროგნოზირებადი რეპუტაციის შელახვის რისკები.⁹⁰² ამ კრიტიკის წინააღმდეგ არსებობს მოსაზრება, რომ სასამართლო პრაქტიკის არარსებობა სისტემური პრობლემის არსებობის მტკიცებულების ნაცვლად შესაძლოა წარმოადგენდეს იმის დასტურს, რომ აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის ფუნქციების გადანაწილებით ხდება შეცდომების ეფექტურად თავიდან არიდება.⁹⁰³

კოლექტიური ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნების კერძოსამართლებრივი წესით განხორციელების ნაკლოვანებების გათვალისწინებით, გერმანელმა კანონმდებელმა საინვესტიციოსამართლებრივი კონტროლის სისტემის შევსება განიზრახა საჯაროსამართლებრივი კომპონენტებით.⁹⁰⁴ გერმანული სამართალი ითვალისწინებს აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულებას საინვესტიციო ფონდის ერთეულების ღირებულების არასწორად დაანგარიშების, ინვესტიციის ზღვრების ან აქტივების შეძენის წინაპირობების დარღვევის შემთხვევაში შეიმუშავოს და განახორციელოს ამის შედეგად დაზარალებული ინვესტორებისთვის ზიანის ანაზღაურების პროცედურა.⁹⁰⁵ ინვესტორებს კვლავ შეუძლიათ თავიანთი მოთხოვნების სამოქალაქოსამართლებრივი წესით განხორციელება, თუმცა ეს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ასეთი შეცდომის დაშვების შესახებ ინფორმაციის არქონის გამო ნაკლებად სავარაუდოა.⁹⁰⁶ ზიანის ანაზღაურების პროცედურა უნდა მოიცავდეს ზიანის ანაზღაურების გეგმას და ითვალისწინებდეს ამ გეგმისა და ანაზღაურების ღონისძიებების დამოუკიდებელი აუდიტორის მიერ შემოწმებას.⁹⁰⁷

აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ზიანის ანაზღაურების პროცედურის შემუშავების ვალდებულება გერმანულ სამართალში დაინერგა UCITS-ის დირექტივის მე-19 მუხლის მე-3 პუნქტის f ქვეპუნქტზე დაყრდნობით, რომლის მიხედვით ერთეულის წმინდა ღირებულების არასწორად დაანგარიშების შემთხვევაში ინვესტორებისთვის ზიანის ანაზღაურების პროცედურა უნდა

⁹⁰² *Zetsche, Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 5.

⁹⁰³ *Zetsche, Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 6; *Schäfer, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 78 Rn. 4 f.

⁹⁰⁴ *Zetsche, Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 57.

⁹⁰⁵ § 78 Abs. 3 S. 1 KAGB.

⁹⁰⁶ BT-Drs. 17/4510, 67.

⁹⁰⁷ § 78 Abs. 3 S. 2 KAGB.

განისაზღვროს საინვესტიციო ფონდის წარმოშობის ქვეყნის კანონმდებლობის შესაბამისად.⁹⁰⁸ აღნიშნული რეგულირება მნიშვნელოვნად ზრდის ინვესტორის დაცვის სტანდარტს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ დასახელებული ვალდებულებების არაჯეროვნად შესრულების შემთხვევაში. ამდენად, მნიშვნელოვანია, ანალოგიური პროცედურის შემუშავების ვალდებულება გათვალისწინებული იყოს ქართული კანონმდებლობითაც.

3.4.2. სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართ

კანონმდებლობა ითვალისწინებს სპეციალიზებული დეპოზიტარის პასუხისმგებლობას მისი ბრალის მიუხედავად მისთვის შესაძლებელი გადაცემული ფინანსური ინსტრუმენტების დაკარგვის შემთხვევაში; სპეციალიზებული დეპოზიტარი ვალდებულია საინვესტიციო ფონდს ან საინვესტიციო ფონდის სახელით მოქმედ აქტივების მმართველ კომპანიას დაუყოვნებლივ დაუბრუნოს იდენტური სახის ფინანსური ინსტრუმენტი ან აანაზღაუროს შესაბამისი ზიანი.⁹⁰⁹ ფინანსური ინსტრუმენტი დაკარგულად ითვლება, თუ საინვესტიციო ფონდის საკუთრების უფლება აღარ არსებობს ან არც არასდროს არსებულა, ან შესაბამის უფლებამოსილ პირს არ გააჩნია მისი პირდაპირ ან არაპირდაპირ განკარგვის შესაძლებლობა.⁹¹⁰ კანონმდებლობა სპეციალიზებული დეპოზიტარის პასუხისმგებლობისგან გათავისუფლების ერთადერთ წინაპირობად ითვალისწინებს დაუძლეველ ძალას, გარე მოვლენას, რომელიც მისი ძალაუფლების მიღმა არსებობს.⁹¹¹

კანონმდებლობით პირდაპირ არის გათვალისწინებული ასევე სპეციალიზებული დეპოზიტარის პასუხისმგებლობა საინვესტიციო ფონდისა და ინვესტორების წინაშე ყველა იმ ზიანისთვის, რომელიც წარმოიშობა მასზე

⁹⁰⁸ *Zetzsche*, Assmann/Wallac h/*Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 57.

⁹⁰⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 24 para. 1 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 77 Abs. 1 KAGB.

⁹¹⁰ საკუთრების უფლება აღარ არსებობს, თუ ის შეძენილია ყალბი დოკუმენტების საფუძველზე. ფინანსური ინსტრუმენტის დაკარგვა შეიძლება გამოიწვიოს ასევე სხვა პირების თაღლითურმა ქმედებებმა [Recital 25, Art. 18 para. 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 supplementing UCITS Directive 2009/65/EC with regard to obligations of depositaries].

⁹¹¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 24 para. 1 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 77 Abs. 1 KAGB.

დაკისრებული ვალდებულებების განზრახ ან გაუფრთხილებლობით დარღვევით.⁹¹² ასეთია მაგ., შეცდომის დაშვება საინვესტიციო ფონდის საკუთრების უფლების დადასტურებასთან დაკავშირებით, რაც დამატებით დანახარჯებს წარმოშობს, თუმცა ფინანსური ინსტრუმენტის დაკარგვას არ იწვევს, ან სხვა მასზე დაკისრებული ფუნქციების არაჯეროვნად შესრულება.⁹¹³ სპეციალიზებული დეპოზიტარის პასუხისმგებლობის გამორიცხვა ან შეზღუდვა შეთანხმების საფუძველზე დაუშვებელია, შესაბამისად, ასეთი შინაარსის შეთანხმება ბათილი იქნება.⁹¹⁴

ინვესტორის უფლებამოსილება, აღძრას სარჩელი სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ ზემოაღწერილ შემთხვევებში პირდაპირ გამომდინარეობს UCITS-ის დირექტივის 24-ე მუხლის მე-5 პუნქტიდან, რომლის თანხმად, ინვესტორებს შეუძლიათ მოითხოვონ სპეციალიზებული დეპოზიტარის პასუხისმგებლობის დადგომა უშუალოდ ან აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის მეშვეობით. ამასთან, ინვესტორის ეს უფლებამოსილება არ უნდა იყოს დამოკიდებული UCITS-ის სამართლებრივ ფორმაზე ან ინვესტორს, აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობის შინაარსზე.⁹¹⁵ ანალოგიურ მოწესრიგებას ვხვდებით გერმანულ სამართალში, რომლის მიხედვით, აქტივების მმართველ კომპანიას ენიჭება უფლებამოსილება და ვალდებულება, საკუთარი სახელით განახორციელოს ინვესტორის მოთხოვნები სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ, და იქვე აკონკრეტებს, რომ აღნიშნული არ გამორიცხავს ამ მოთხოვნების განხორციელებას უშუალოდ ინვესტორების მიერ.⁹¹⁶ ამდენად, აქტივების მმართველი კომპანია მოქმედებს როგორც კანონმდებლობით განსაზღვრული საპროცესო წარმომადგენელი.⁹¹⁷

⁹¹² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-5 პუნქტი; Art. 24 para. 1 sec. 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 77 Abs. 2 KAGB.

⁹¹³ *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 77 Rn. 11.

⁹¹⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის მე-7 პუნქტი; Art. 24 para. 2 and 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 77 Abs. 4 KAGB.

⁹¹⁵ Recital 28 of the Directive 2014/91/EU amending UCITS Directive 2009/65/EC as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions; § 77 Abs. 1 KAGB.

⁹¹⁶ § 78 Abs. 2 S. 2 KAGB.

⁹¹⁷ *Schäfer*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 78 Rn. 26; *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 30; *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 57.

აღნიშნულისგან განსხვავებით ქართული სამართალი სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის განხორციელების უფლებამოსილებას ანიჭებს მხოლოდ აქტივების მმართველ კომპანიას, კერძოდ, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის პირველი პუნქტის „ლ“ ქვეპუნქტში დაკონკრეტებულია, რომ ის ვალდებულია საინვესტიციო ფონდის სახელით აღძრას სარჩელი სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ. ხოლო ინვესტორს გააჩნია სარჩელის აღძვრის უფლებამოსილება „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 222-ე მუხლით გათვალისწინებული დერივაციული სარჩელის ანალოგიურად მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ აქტივების მმართველი კომპანია მის ამ ვალდებულებას არ შეასრულებს.⁹¹⁸ ამდენად, ქართული სამართალი მოთხოვნებს სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ განიხილავს საინვესტიციო ფონდის და არა უშუალოდ ინვესტორის მოთხოვნებად.

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში ისედაც გამორიცხულია აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საინვესტიციო ფონდის სახელით მოქმედება და შესაბამისად, მისი სახელით სარჩელის აღძვრა, ვინაიდან მას არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა. ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში ფიგურირებს სამი სამართლის სუბიექტი - ინვესტორი, აქტივების მმართველი კომპანია და სპეციალიზებული დეპოზიტარი, რომლებიც ერთმანეთთან დაკავშირებული არიან სახელშეკრულებო თუ კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობებით. უშუალოდ ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის მყარდება კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა, რომელიც გამომდინარეობს სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე კანონმდებლობით დაკისრებული ვალდებულებიდან, მისი ფუნქციების განხორციელებისას იმოქმედოს მხოლოდ ინვესტორის საუკეთესო ინტერესების სასარგებლოდ.⁹¹⁹ შესაბამისად, სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მასზე კანონმდებლობით დაკისრებული ვალდებულებების დარღვევით ზიანი ადგება და ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უშუალო სუბიექტი უნდა იყოს ინვესტორი.

⁹¹⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 27-ე მუხლის მე-2 პუნქტი.

⁹¹⁹ ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის სამართლებრივი ურთიერთობის თაობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.3.

საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაშიც, მიუხედავად იმისა, რომ ინვესტორი ამავდროულად არის საინვესტიციო კომპანიის აქციონერი, ის კვლავ რჩება საინვესტიციო ფონდების სამართლის ცენტრალურ ფიგურად. ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის ამ შემთხვევაშიც მყარდება კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა.⁹²⁰ UCITS-ის დირექტივიდან პირდაპირ გამომდინარეობს, რომ ინვესტორს სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ მისი მოთხოვნების განხორციელების უფლებამოსილება უნდა გააჩნდეს მიუხედავად UCITS-ის სამართლებრივი ფორმისა.⁹²¹ ინვესტორისთვის სარჩელის აღძვრის უფლებამოსილების მინიჭება არ გამორიცხავს საინვესტიციო კომპანიის უფლებამოსილებას, საკორპორაციოსამართლებრივ საფუძვლებზე დაყრდნობით მისი როგორც იურიდიული პირის ინტერესების დაცვის მიზნით იზრუნოს მოთხოვნების განხორციელებაზე, რომლებიც შეიძლება გამომდინარეობდეს სპეციალიზებულ დეპოზიტართან დადებული დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულებიდან.⁹²²

კოლექტიური ზიანისას ინვესტორმა სარჩელი სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ ამ შემთხვევაშიც შეიძლება აღძრას ინვესტორთა მთელი კოლექტივის სასარგებლოდ *actio pro socio*-ს პრინციპებზე დაყრდნობით.⁹²³ თუმცა ნაკლებად სავარაუდოა, რომ ინვესტორი მოიპოვებს სათანადო ინფორმაციას და მტკიცებულებებს სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ ვალდებულებების დარღვევის თაობაზე და აღძრავს სარჩელს მის წინააღმდეგ, აღნიშნულს ემატება ინვესტორთა მთლიანი კოლექტივისთვის სარჩელის აღძვრის ნაკლებად მიმზიდველობა ეკონომიკური თვალსაზრისით.⁹²⁴ შესაბამისად, აქტივების მმართველი კომპანიისთვის საპროცესო წარმომადგენლობის უფლებამოსილების მინიჭებას, აღძრას სარჩელი სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ, განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება.

⁹²⁰ იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.2.6.

⁹²¹ Recital 28 of the Directive 2014/91/EU amending UCITS Directive 2009/65/EC as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions.

⁹²² *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 50.

⁹²³ *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 37; *Zetzsche*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 41; *actio pro socio*-სთან მიმართებით იხ. დისერტაციის სქოლიო 890.

⁹²⁴ *Alfes*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 78 Rn. 27.

3.5 ინფორმაციის მიწოდებასთან დაკავშირებული ვალდებულებები

ინვესტორის დაცვის ერთ-ერთი ცენტრალური მექანიზმია ინვესტიციასთან დაკავშირებული ინფორმაციის საჯაროობისა და გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა. ინფორმაციის გასაჯაროების ვალდებულება ემსახურება ინვესტორსა და საინვესტიციო ფონდის მმართველობას შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის შემცირებას⁹²⁵ და შესაბამისად, ინვესტიციასთან დაკავშირებული ინფორმაციის რისკის დაზღვევას. ინფორმაციის მიწოდების ვალდებულება განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მცირე ინვესტორის დაცვის მიზნებისთვის, რომელსაც არ გააჩნია საკმარისი ცოდნა და გამოცდილება საიმისოდ, რომ მოიპოვოს და გაანალიზოს ყოვლისმომცველი ინფორმაცია საინვესტიციო პროდუქტის შესახებ და ამდენად, განსაკუთრებული დაცვის ღირსი სუბიექტია.⁹²⁶

საკმარისი და არსებითი ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა წინასახელშეკრულებო ეტაპზე მიზნად ისახავს ინვესტორის ისეთ მდგომარეობაში ჩაყენებას, რომ მას ჰქონდეს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეძენის თაობაზე ინფორმირებული და მისთვის ხელსაყრელი გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობა,⁹²⁷ ხოლო საინვესტიციო ურთიერთობის დამყარების შემდეგ - საინვესტიციო ფონდში დარჩენის თუ საინვესტიციო ფონდიდან გასვლის თაობაზე გონივრული გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობა.⁹²⁸ ინფორმაციის საჯაროობის ფართო მასშტაბებით კანონმდებელი მიზნად ისახავს იმ გარემოების კომპენსირებას, რომ ინვესტორებს ფაქტობრივად არ გააჩნიათ საინვესტიციო ფონდის საქმიანობის კონტროლის უფლებამოსილება.⁹²⁹

ინვესტორისთვის ინფორმაციის მიწოდებასთან დაკავშირებული ვალდებულებები რეგულირებულია „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“

⁹²⁵ ინფორმაციულ ასიმეტრიასთან დაკავშირებით იხ. *Scharkowski*, Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance, 56; *Rozok*, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 42 Rn. 3; *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 142 ff.

⁹²⁶ *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 6; *Dorenkamp*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 268 Rn. 18.

⁹²⁷ Recital 3, 7 of the Regulation (EU) 2017/1129 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market.

⁹²⁸ *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 5; *Scharkowski*, Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance, 57; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 42 InvG Rn. 4.

⁹²⁹ *Köndgen/Schmies*, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 148.

საქართველოს კანონის 65-ე და მომდევნო მუხლებით, რომლებიც შეიცავენ ნორმებს საინვესტიციო ფონდის პროსპექტის, ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის, წლიური და ნახევარი წლის ანგარიშებისა და საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოშვების, განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასების გამოქვეყნებასთან დაკავშირებით. ამ ვალდებულების შესრულებაზე პასუხისმგებელი სუბიექტია საინვესტიციო ფონდის აქტივების მმართველი კომპანია ან თვითმართული საინვესტიციო კომპანია.

3.5.1. პროსპექტი და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია

3.5.1.1. სამართლებრივი ბუნება

პროსპექტი და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია წარმოადგენენ წინასახელშეკრულებო ინფორმაციას,⁹³⁰ რომლებიც ქმნიან მნიშვნელოვან საფუძველს ინვესტორის მიერ გააზრებული და გონივრული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად და ემსახურებიან ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას/საინვესტიციო კომპანიას შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის შემცირებას.⁹³¹ ამდენად, მათი ინვესტორისთვის მიწოდება უზრუნველყოფილი უნდა იქნეს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეძენამდე.⁹³²

სამართლებრივი ბუნების მიხედვით, პროსპექტი და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია განიხილება როგორც ერთგვარი სარეკლამო ღონისძიება და მხოლოდ შეპირება ინვესტორებისადმი, რომ შეთავაზებული საინვესტიციო პროდუქტი ფაქტობრივად ფლობს მასში აღწერილ ხარისხს

⁹³⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 67-ე მუხლის მე-4 პუნქტის პირველი წინადადება; Art. 79 para. 1 sentence 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC;

⁹³¹ *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsch (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 6; *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 5; *Ammon/Izzo-Wagner*, Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 164 Rn. 8; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 164 Rn. 6 f., 10; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 42 InvG Rn. 8.

⁹³² Recital 59, Art. 80 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

(Qualitätsversprechen).⁹³³ წინააღმდეგ შემთხვევაში ინვესტორს წარმოეშობა ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება ნაკლის მქონე პროსპექტის საფუძველზე მიღებული არახელსაყრელი საინვესტიციო გადაწყვეტილების გამო, რის შედეგადაც მან მატერიალური ზიანი განიცადა.⁹³⁴ აღსანიშნავია, რომ ეს დოკუმენტები არ წარმოადგენენ გარიგებისმიერ ნების გამოვლენას და განსხვავებით სადამფუძნებლო დოკუმენტისგან, არ არიან ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის დადებული საინვესტიციო ხელშეკრულების თუ საინვესტიციო კომპანიის სადამფუძნებლო შეთანხმების შემადგენელი ნაწილი; ისინი არიან მხოლოდ საინფორმაციო საშუალებები, რომლებიც ემსახურებიან წინასახელშეკრულებო ეტაპზე ინვესტორის ინფორმირების ვალდებულების შესრულებას.⁹³⁵

პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის მუდმივად განახლებით, წლიურ და ნახევარწლიურ ანგარიშებთან ერთად, უზრუნველყოფილია ასევე ინვესტორებისთვის აქტუალური ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შექმნის შემდეგაც, რათა ინვესტორს მუდმივად ჰქონდეს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობა საინვესტიციო ფონდში დარჩენის თუ საინვესტიციო ფონდიდან გასვლის თაობაზე.⁹³⁶

პროსპექტი და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია, როგორც წესი, განთავსებულია აქტივების მმართველი კომპანიის ინტერნეტგვერდზე.⁹³⁷

⁹³³ *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 8; *Dorenkamp*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 268 Rn. 30; *Baur*, Investmentgesetze, § 19 KAGG Rn. 5; *Schödermeier/Baltzer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmentG, § 19 KAGG Rn. 8.

⁹³⁴ პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობაზე იხ. დისერტაციის თავი 3.5.1.6.

⁹³⁵ *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 8; *Dorenkamp*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 268 Rn. 30; *Baur*, Investmentgesetze, § 19 KAGG Rn. 5; *Schödermeier/Baltzer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 19 KAGG Rn. 8; *Poflike*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 165 Rn. 2; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 166 Rn. 6.

⁹³⁶ *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 42 InvG Rn. 3; *Scharkowski*, Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance, 57; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 164 Rn. 7; *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 165 Rn. 3.

⁹³⁷ *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 9.

3.5.1.2. პროსპექტი

პროსპექტი წარმოადგენს ინვესტორის ინფორმირების ცენტრალურ საშუალებას. ის შეიცავს დეტალურ ინფორმაციას საინვესტიციო ფონდისა და მისი ერთეულების შესახებ.⁹³⁸ ამასთან, ეს დეტალური ინფორმაცია ფოკუსირებული უნდა იყოს ინვესტორისთვის იმ არსებითი ინფორმაციის მიწოდებაზე, რომელიც აუცილებელია შეთავაზებული ინვესტიციისა და მასთან დაკავშირებული შანსებისა და რისკების შესაფასებლად და გააზრებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად.⁹³⁹ აღნიშნული როგორც გენერალური დათქმა გათვალისწინებული უნდა იყოს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-3 პუნქტით ჩამოთვლილი თითოეული მინიმალური მონაცემების ფორმულირებისას.⁹⁴⁰

პროსპექტში ასახული ინფორმაციის ქვაკუთხედს წარმოადგენს მონაცემები საინვესტიციო მიზნებისა და საინვესტიციო პოლიტიკის/სტრატეგიის და საინვესტიციო ფონდის მართვასთან დაკავშირებული იმ ხარჯების შესახებ, რომლებიც ამცირებენ ინვესტორების მიერ მისაღებ მოგებას.⁹⁴¹ სადამფუძნებლო დოკუმენტისგან განსხვავებით, რომელიც მათ შესახებ მხოლოდ ძირითად, საორიენტაციო მახასიათებლებსა და პრინციპებს შეიძლება შეიცავდეს, პროსპექტში ისინი გადმოცემული უნდა იყოს კონკრეტულად ყველა არსებითი ნიუანსის გათვალისწინებით. საინვესტიციო მიზანი აღწერს, რა მოგების მიღებას ისახავს მიზნად საინვესტიციო ფონდი მისი რისკის პროფილის გათვალისწინებით, მაგ., ეს შეიძლება იყოს გრძელვადიანი ან მოკლევადიანი პერსპექტივით მოგების კაპიტალიზაცია ან მოგების პერიოდულად განაწილება ინვესტორებზე.⁹⁴² საინვესტიციო პოლიტიკით უნდა იქნეს აღწერილი, როგორ შეიძლება ამ მიზნების განხორციელება.⁹⁴³ ეს უკანასკნელი მოიცავს ინფორმაციას იმის თაობაზე, თუ რა

⁹³⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის „ტ“ ქვეპუნქტი.

⁹³⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 69 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 165 Abs. 1 S. 1 KAGB.

⁹⁴⁰ *Kloyer/Kobabe, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 165 Rn. 1.

⁹⁴¹ *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 148.

⁹⁴² *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 20; *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 165 Rn. 18; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 42 InvG Rn. 17; *Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher* (Hrsg.), InvG, § 42 Rn. 36.

⁹⁴³ *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 165 Rn. 19; *Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher* (Hrsg.), InvG, § 42 Rn. 36.

ტიპის აქტივებში განახორციელებს ინვესტიციას საინვესტიციო ფონდი, რომელ ეკონომიკურ სექტორში, გეოგრაფიულ რეგიონში და სხვა.⁹⁴⁴ აგრეთვე, წარმოდგენილი უნდა იყოს ინფორმაცია საინვესტიციო პოლიტიკასთან დაკავშირებულ შეზღუდვებზე, სესხის აღების უფლებასა და იმ ტექნიკებზე და ინსტრუმენტებზე, რომლებსაც გამოიყენებს აქტივების მმართველი კომპანია საინვესტიციო ფონდის მართვისას.⁹⁴⁵

პროსპექტი პირდაპირ ჩამოთვლილი მონაცემების გარდა, ასევე უნდა შეიცავდეს საინვესტიციო ფონდის რისკის პროფილის აღწერას, რომელიც წარმოადგენს არა თითოეული რისკის დეტალურ ახსნა-განმარტებას, არამედ ზოგადი რისკის პროფილის შეჯამებას ნათლად და გასაგები ენით.⁹⁴⁶

პროსპექტში გადმოცემული ინფორმაცია უნდა იყოს სწორი, მარტივად გასაგები საშუალო ინვესტორისთვის და არ უნდა იყოს შეცდომაში შემყვანი.⁹⁴⁷ პროსპექტის განუყოფელი ნაწილია საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტი და შესაბამისად, ის თან უნდა ერთოდეს მას.⁹⁴⁸

3.5.1.3. ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია

პროსპექტის ანალოგიურად, ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას შეთავაზებული ინვესტიციისა და მასთან დაკავშირებული რისკების შესახებ, რომელიც აუცილებელია ინვესტორის მიერ ინფორმირებული და საფუძვლიანი გადაწყვეტილების მისაღებად.⁹⁴⁹ განსხვავება მდგომარეობს იმაში, რომ პროსპექტში საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად

⁹⁴⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-3 პუნქტის „მ“ ქვეპუნქტი; *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 165 Rn. 19.*

⁹⁴⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-3 პუნქტის „მ“ ქვეპუნქტი.

⁹⁴⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის პირველი პუნქტის მე-2 წინადადება; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 42 InvG Rn. 22; Glander/Mayr, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 165 Rn. 14.*

⁹⁴⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-2 პუნქტის პირველი წინადადება; Art. 69 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 165 Abs. 1 S. 2 KAGB; *Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 42 Rn. 5.*

⁹⁴⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-5 პუნქტი.

⁹⁴⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის პირველი პუნქტი, 67-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 69 para. 1 sentence 1, Art. 78 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 165 Abs. 1 S. 1, 166 Abs. 1 KAGB.

აუცილებელი ინფორმაცია დეტალურად არის წარმოდგენილი, რაც მას საკმაოდ მოცულობით და კომპლექსურ დოკუმენტად აქცევს,⁹⁵⁰ მაშინ როცა ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია წარმოადგენს პროსპექტში ასახული ინფორმაციის ძირითადი მახასიათებლების შეჯამებას, რომელიც ფორმულირებული უნდა იყოს მოკლედ და არატექნიკური ენით.⁹⁵¹ ამ დოკუმენტის პირდაპირი ადრესატია გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორი, რომელსაც არ გააჩნია საკმარისი ცოდნა და გამოცდილება კომპლექსური ინფორმაციის გასაანალიზებლად.⁹⁵²

ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია სხვა დოკუმენტებზე მითითების გარეშე უნდა მოიცავდეს ისეთ მნიშვნელოვან მონაცემებს, როგორებიცაა: საინვესტიციო ფონდის საინვესტიციო პოლიტიკისა და საინვესტიციო მიზნების მოკლე აღწერა, ინფორმაციას საკომისიოებისა და ხარჯების, საინვესტიციო ფონდის შემოსავლიანობის და რისკების შესახებ.⁹⁵³ განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საინვესტიციო ფონდში ინვესტიციის განხორციელებასთან დაკავშირებული რისკების შესახებ მითითებებისა და გაფრთხილებების წარმოდგენა. ამასთან, მასში წარმოდგენილი ინფორმაცია უნდა იყოს სწორი, შეესაბამებოდეს პროსპექტის შესაბამის ნაწილებს და არ იყოს შეცდომაში შემყვანი.⁹⁵⁴

3.5.1.4. პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის კონტროლი საზედამხედველო ორგანოს მიერ

საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, პროსპექტი და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაცია ექვემდებარება საზედამხედველო ორგანოს წინასწარ კონტროლს. საზედამხედველო ორგანოს მიერ ამ დოკუმენტების კანონმდებლობასთან შესაბამისობის დადგენა საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის

⁹⁵⁰ *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 166 Rn. 5.*

⁹⁵¹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 67-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 78 para. 1 sentence 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁹⁵² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 67-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; *Patzner/Schneider-Deters, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 166 Rn. 5; Scharkowski, Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance, 79.*

⁹⁵³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 67-ე მუხლის მე-3 პუნქტის მეორე წინადადება.

⁹⁵⁴ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 67-ე მუხლის მე-3 პუნქტის პირველი წინადადება.

წინაპირობას წარმოადგენს.⁹⁵⁵ წინასწარ კონტროლს ექვემდებარება ასევე მათში ცვლილებების განხორციელება, კერძოდ, პროსპექტში ცვლილების შეტანა უნდა განხორციელდეს იმავე პროცედურის დაცვით, რაც სადამფუძნებლო დოკუმენტში ცვლილების შეტანის მიმართ არის გათვალისწინებული „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-6 პუნქტით,⁹⁵⁶ ხოლო ინვესტორთათვის განკუთვნილ საკვანძო ინფორმაციაში ცვლილების შეტანის მიმართ მხოლოდ აღნიშნულია, რომ ცვლილების შეტანა საჭიროებს საზედამხედველო ორგანოს წინასწარ თანხმობას.⁹⁵⁷ ამ უკანასკნელის ძალაში შესვლასთან მიმართებით სპეციალური რეგულაცია არ არის გათვალისწინებული.

განსხვავებულად აწესრიგებს საკითხს UCITS-ის დირექტივა და ამ მხრივ მასთან სრულ შესაბამისობაში მყოფი გერმანული კანონმდებლობა, რომელთა თანახმად, UCITS-ს აკისრია პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციისა და მათი ცვლილებების საზედამხედველო ორგანოსთვის მხოლოდ „გადაცემის“ ვალდებულება, გერმანული კანონმდებლობა კი აკონკრეტებს, რომ გადაცემა უნდა მოხდეს დაუყოვნებლივ მათი პირველადი გამოყენების შემდეგ.⁹⁵⁸ ამდენად, ევროკავშირის კანონმდებლობა არ ითვალისწინებს პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის წინასწარი კონტროლისა და დამტკიცების მოთხოვნას UCITS-თან მიმართებით.⁹⁵⁹

მნიშვნელოვანია შეფასდეს ქართული კანონმდებლობის განსხვავებული მიდგომა ამ თვალსაზრისით - პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის წინასწარი კონტროლის მიზანშეწონილობა და ეფექტურობა, ასევე UCITS-ის დირექტივისა და გერმანული კანონმდებლობის განსხვავებული გადაწყვეტის მიზნობრიობა.

აღსანიშნავია, რომ UCITS-ის დირექტივის შემუშავებისას მის თავდაპირველ პროექტში გათვალისწინებული იყო პროსპექტის გამოქვეყნებამდე მისი წინასწარი

⁹⁵⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-13 მუხლის პირველი პუნქტების „გ“ და „დ“ ქვეპუნქტები, მე-2 მუხლის „დ“ და „ე“ ქვეპუნქტები, მე-16 მუხლის პირველი პუნქტის „ა“ ქვეპუნქტი.

⁹⁵⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-6 პუნქტის მეორე წინადადება.

⁹⁵⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 67-ე მუხლის მე-8 პუნქტის მეორე წინადადება.

⁹⁵⁸ Art. 74 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 164 Abs. 4 und 5 KAGB.

⁹⁵⁹ *Zwissler, Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 7 Rn. 177.*

კონტროლის განხორციელება საზედამხედველო ორგანოს მიერ, რათა გარანტირებული ყოფილიყო, რომ ის შეიცავს ყველა არსებით ინფორმაციას და არ არის საზოგადოების შეცდომაში შემყვანი.⁹⁶⁰ აღნიშნულ მიდგომაზე საბოლოოდ უარი ითქვა, თუმცა წევრ სახელმწიფოებს სურვილის შემთხვევაში კვლავ შეეძლოთ პროსპექტის გამოქვეყნებამდე მისი კონტროლის პრინციპის დანერგვა თავიანთ კანონმდებლობაში.⁹⁶¹

პროსპექტის ან ინვესტორისთვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის დამტკიცების ვალდებულებას, რაც მის წინასწარ ex ante საზედამხედველო კონტროლზე დაქვემდებარებას გულისხმობს, მხოლოდ დადებითი გავლენა შეიძლება ჰქონდეს ინვესტორის დაცვის ხარისხზე. საზედამხედველო ორგანოს შეუძლია მოითხოვოს მათში დამატებითი მონაცემების ასახვა ან არსებითი ინფორმაციის ნათლად და გასაგებად ფორმულირება, თუ ეს ინვესტორთა პუბლიკის სრულყოფილი ინფორმირების მიზნით მიზანშეწონილი იქნება. პროსპექტის დამტკიცების უპირველესი ამოცანა სწორედ ინვესტორთა პუბლიკის, შესაბამისად, ინვესტორთა ინსტიტუციური დაცვაა. ამდენად, ქართული სამართლის გადაწყვეტა დადებითად უნდა შეფასდეს.

სადამფუძნებლო დოკუმენტთან დაკავშირებით კანონმდებლობით გათვალისწინებულია, რომ საზედამხედველო ორგანო ახორციელებს მის შინაარსობრივ კონტროლს, რაც გულისხმობს მისი შინაარსის შესაბამისობის დადგენას ნებისმიერ საკანონმდებლო აქტთან მიმართებით და შეფასებას, ხომ არ შეიცავს ის დებულებას, რომელიც აშკარად არასამართლიანია ინვესტორის ინტერესებთან მიმართებით.⁹⁶² აღნიშნულისგან განსხვავებით პირდაპირ არ არის

⁹⁶⁰ *Vandamme*, Auf dem Wege zu einem europäischen Markt für die Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, 70. ანალოგიურ რეგულაციას ითვალისწინებს ევროკავშირის პროსპექტის დადგენილება (EU) 2017/1129 ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და ორგანიზებულ ბაზარზე სავაჭროდ დაშვების მიზნით შემუშავებული პროსპექტის მიმართ, რომელთან შესაბამისობაში მყოფი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლი განსაზღვრავს, რომ შესაბამისი პროსპექტი გამოქვეყნებამდე უნდა დაამტკიცოს საზედამხედველო ორგანომ - საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა [Art. 20 of the Regulation (EU) 2017/1129 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market; *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrechtlichen und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 113].

⁹⁶¹ *Vandamme*, Auf dem Wege zu einem europäischen Markt für die Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, 71.

⁹⁶² სადამფუძნებლო დოკუმენტის საზედამხედველო კონტროლთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 3.1.2.1.1.2.2.

გათვალისწინებული პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის კონტროლის მასშტაბი. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონით პროსპექტთან მიმართებით განსაზღვრული რეგულაციების ანალოგიურად, ამ შემთხვევაშიც უნდა ვივარაუდოთ, რომ კონტროლს მხოლოდ ფორმალური ხასიათი შეიძლება ჰქონდეს.⁹⁶³ კერძოდ, უნდა შემოწმდეს, რამდენად მოიცავს პროსპექტი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებულ ყველა არსებით მონაცემს და ისინი ერთმანეთთან შესაბამისად, გასაგებად და ნათლად არის ფორმულირებული.⁹⁶⁴ აღნიშნულს ადასტურებს კანონის ჩანაწერი, რომლის მიხედვით, პროსპექტის საზედამხედველო ორგანოს მიერ დამტკიცება არ უნდა იქნეს მიჩნეული მისი შინაარსის სისწორის ან მასში ასახული ინვესტიციების შესახებ საზედამხედველო ორგანოს რეკომენდაციად ან დასკვნად.⁹⁶⁵

ყურადღებას იმსახურებს პროსპექტის ცვლილებების პროცედურა, რომელიც საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, უნდა დაექვემდებაროს იმავე პროცედურას, რაც საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტში ცვლილებების შეტანისას არის გათვალისწინებული.⁹⁶⁶ კერძოდ, პროსპექტში ცვლილებების შეტანა საჭიროებს საზედამხედველო ორგანოს წინასწარ თანხმობას, რის შემდეგაც განსახორციელებელი ცვლილებები ძალაში შესვლამდე წინასწარ უნდა გამოქვეყნდეს საჯაროდ 2 თვის ვადით; გამონაკლისის სახით ცვლილებები ძალაში შეიძლება შევიდეს 30 დღეში, თუ მათ შესახებ ინფორმაცია ყველა ინვესტორს მიეწოდება ხანგრძლივი მატარებლის მეშვეობით.⁹⁶⁷ პროსპექტში განსახორციელებელ ცვლილებებთან მიმართებით მსგავსი პროცედურის არსებობა შეუსაბამოა პროსპექტის არსთან და არაერთ პრაქტიკულ სირთულესთან იქნება დაკავშირებული. სადამფუძნებლო დოკუმენტის შემთხვევაში აღნიშნული პროცედურა გამართლებულია, ვინაიდან ის წარმოადგენს საინვესტიციო ხელშეკრულების შემადგენელ ნაწილს და შესაბამისად, მისი ცვლილების სამოქალაქოსამართლებრივი

⁹⁶³ იხ. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-11 პუნქტი.

⁹⁶⁴ Art. 2 subpara. r of the Regulation (EU) 2017/1129 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market; *Preuße, Holzborn* (Hrsg.), WpPG, § 13 Rn. 19.

⁹⁶⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-2 პუნქტის მე-2 წინადადება.

⁹⁶⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის მე-6 პუნქტის მე-2 წინადადება.

⁹⁶⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-6 პუნქტი.

ქმედითობისთვის ინვესტორებს, როგორც ხელშერკუელების მხარეებს უნდა მიეწოდოთ შესაბამისი ინფორმაცია და ჰქონდეთ ამ ცვლილებებზე უარის განცხადების შესაძლებლობა, რაც მათი მხრიდან საინვესტიციო ფონდში მონაწილეობიდან გასვლაში შეიძლება გამოიხატოს. პროსპექტი კი საინვესტიციო ხელშეკრულების შემადგენელ ნაწილს არ წარმოადგენს, არამედ ის არის მხოლოდ საინფორმაციო საშუალება, რომელიც ემსახურება ინვესტორის ინფორმირების ვალდებულების შესრულებას.⁹⁶⁸

გარდა ამისა, პროსპექტის შინაარსის არსებით შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს ინვესტიციასთან დაკავშირებული შანსებისა და რისკების დეტალურად წარმოჩენა და შეჯამების სახით საინვესტიციო ფონდის ზოგადი რისკის პროფილის აღწერა.⁹⁶⁹ აღნიშნული ინფორმაცია შეიძლება სწრაფად შეიცვალოს სხვადასხვა გარე ფაქტორის ზეგავლენით, რამაც მყისიერი ასახვა უნდა ჰპოვოს პროსპექტში. რისკის პროფილის ცვლილებასთან ერთად შესაბამის ცვლილებებს საჭიროებს ასევე საინვესტიციო ფონდის სტრატეგია, რომელიც ასევე დეტალურად უნდა იყოს წარმოდგენილი პროსპექტში. მათი ცვლილების ხანგრძლივი პროცედურა მოკლებულია ლოგიკურ საფუძვლებს, რაც მნიშვნელოვნად შეაფერხებს აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ეფექტურ საქმიანობას. მიზანშეწონილია, გერმანიაში დამკვიდრებული პრაქტიკული მიდგომის გაზიარება, სადაც პროსპექტის ცვლილებები არ ექვემდებარება მკაცრ ზედამხედველობას, სწორედ ამიტომ სადამფუძნებლო დოკუმენტის დებულებების დაკონკრეტება და კონკრეტულად გადმოცემა ხდება პროსპექტში, რათა საჭიროების შემთხვევაში ცვლილების ხანგრძლივი პროცედურით შეუსაბამოდ არ შეიზღუდოს აქტივების მმართველი კომპანიის მოქმედების თავისუფლება წინასწარ გაუთვალისწინებადი სამართლებრივი ან ფაქტობრივი გარემოებების ცვლილებისას.⁹⁷⁰

⁹⁶⁸ *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 164 Rn. 8; *Dorenkamp*, Baur/Tappen/Mehrkah/Behme (Hrsg.), Investmentgesetze, § 268 Rn. 30; *Baur*, Investmentgesetze, § 19 KAGG Rn. 5; *Schödermeier/Baltzer*, Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvestmG, § 19 KAGG Rn. 8; *Poflike*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 165 Rn. 2; *Patzner/Schneider-Deters*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 166 Rn. 6.

⁹⁶⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 66-ე მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 69 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 165 Abs. 1 S. 1 KAGB; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 42 InvG Rn. 22; *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 165 Rn. 14.

⁹⁷⁰ *Glander/Mayr*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 43, 47; *Kloyer/Kobabe*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 162 Rn. 55.

ამდენად, პროსპექტისა და მისი ცვლილებების წინასწარ საზედამხედველო კონტროლზე დაქვემდებარება გამართლებულად უნდა მივიჩნიოთ, რაც ასევე თანხვედრაშია ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტის რეგულირებასთან. თუმცა პროსპექტის ცვლილებების ხანგრძლივი პროცედურა უნდა გაუქმდეს, ვინაიდან პროსპექტს მხოლოდ ინვესტორის ინფორმირების ფუნქცია გააჩნია. ის არ წარმოადგენს საინვესტიციო ხელშეკრულების შემადგენელ ნაწილს და ამდენად, არარელევანტურია მისი ცვლილებების ძალაში შესვლის საკითხი.

3.5.1.5. სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობა პროსპექტისა და საკვანძო ინფორმაციის ვალდებულების დარღვევის გამო

განსაკუთრებული ინტერესი არსებობს პროსპექტისა და ინვესტორთათვის განკუთვნილი საკვანძო ინფორმაციის სისწორისა და სანდოობისადმი, ვინაიდან ეს დოკუმენტები წარმოადგენენ საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეძენისა თუ უკან დაბრუნების თაობაზე გადაწყვეტილების მიღების საფუძველს ინვესტორისთვის.⁹⁷¹ როგორც აღვნიშნეთ, საზედამხედველო ორგანო ახორციელებს პროსპექტისა და საკვანძო ინფორმაციის მხოლოდ ფორმალურ კონტროლს. მათი სრულყოფილი შინაარსობრივი კონტროლი კი შეიძლება განხორციელდეს სამოქალაქოსამართლებრივი საქმის განმხილველი სასამართლოების მიერ, თუ ამ დოკუმენტებთან დაკავშირებული ვალდებულების დარღვევის შედეგად დაზარალებული ინვესტორი აღძრავს სარჩელს ზიანის ანაზღაურებაზე.

პროსპექტის/საკვანძო ინფორმაციის ვალდებულების დარღვევის გამო ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება წარმოადგენს ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვის მნიშვნელოვან მექანიზმს და მისი ინტერესების აღდგენის ყველაზე ეფექტურ საშუალებას, ვინაიდან ადმინისტრაციული სანქციებისგან განსხვავებით, ის უშუალოდ იქნება შესაბამისი მოთხოვნის განხორციელების უშუალო ადრესატი.⁹⁷² გარდა ამისა, გამომდინარე იქედან, რომ ინვესტორის ინდივიდუალურ მოთხოვნებს შეუძლია მნიშვნელოვანი ფინანსური ზიანი მიაყენოს აქტივების მმართველ

⁹⁷¹ *Rozok, Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher (Hrsg.), InvG, § 42 Rn. 3.*

⁹⁷² *ხავთასი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58, 59.

კომპანიასა და პროსპექტზე პასუხისმგებელ სხვა პირებს, ეს მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს ინვესტორის ინფორმირებასთან დაკავშირებული ვალდებულებების დარღვევის პრევენციის თვალსაზრისით.⁹⁷³ ამავდროულად, არასწორი, არასაკმარისი, გაურკვეველი ან დაგვიანებული ინფორმაცია შეიძლება გახდეს დიდი ოდენობით ინვესტორების საინვესტიციო ფონდიდან გასვლის მიზეზი, რაც საფრთხეს შეუქმნის საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდობას და მთლიანად მის არსებობას.⁹⁷⁴

პროსპექტის/საკვანძო ინფორმაციის ვალდებულების დარღვევა გულისხმობს ნაკლის მქონე პროსპექტის/საკვანძო ინფორმაციის გამოქვეყნებას, რომელიც შეიცავს არასრულ ინფორმაციას ან შეცდომაში შემყვან მონაცემებს, ან საინვესტიციო ფონდის ერთეულების შეთავაზებას პროსპექტის გამოქვეყნების გარეშე.⁹⁷⁵ ასეთ შემთხვევაში ინვესტორს წარმოეშობა ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება, ვინაიდან ხდება მისი ნდობის გაწვილება, რომელიც მას პროსპექტში ასახული ინფორმაციის სისწორისა და სისრულისადმი გააჩნდა და რომლის საფუძველზეც მან მიიღო შესაბამისი საინვესტიციო გადაწყვეტილება. შესაბამისად, გერმანიაში არსებული გაბატონებული შეხედულების თანახმად, პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო შესაბამისი პირების სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობა წარმოადგენს წინასახელშეკრულებო ნდობის გაწვილებაზე დაფუძნებული პასუხისმგებლობის სპეციალურ შემადგენლობას.⁹⁷⁶

გერმანული კანონმდებლობა დეტალურად აწესრიგებს პროსპექტსა და საკვანძო ინფორმაციასთან დაკავშირებული ვალდებულებების დარღვევის გამო სამოქალაქოსამართლებრივ პასუხისმგებლობას, კერძოდ, განსაზღვრავს ზიანის ანაზღაურებაზე უფლებამოსილ და პასუხისმგებელ სუბიექტებს, ზიანის ანაზღაურების წინაპირობებს და ფარგლებს.⁹⁷⁷ აღნიშნულისგან განსხვავებით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი შესაბამის სპეციალურ ნორმებს არ შეიცავს, რაც ქართული სამართლის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ხარვეზად

⁹⁷³ *Uhlmann*, *Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht*, Tübingen 2021, 349; *von Dryander*, *Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt*, 21.

⁹⁷⁴ *Rozok*, *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher* (Hrsg.), *InvG*, § 42 Rn. 3.

⁹⁷⁵ პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის სახეებთან დაკავშირებით დაწვრილებით იხ. *ხავთასი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58, 63 და მომდევნო გვერდები.

⁹⁷⁶ *Schwark*, *Schwark/Zimmer* (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, §§ 44, 45 *BörsG* Rn. 5; *Buck-Heeb/Diekmann*, *Grundlagen der Prospekthaftung*Inhalt, *ZHR* 184/2020, 646, 655.

⁹⁷⁷ § 306 *KAGB*.

უნდა განვიხილოთ ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით. მართალია, აღნიშნული არ გამორიცხავს შესაბამისი მოთხოვნის განხორციელებას ზოგად სამოქალაქოსამართლებრივ ნორმებზე დაყრდნობით, თუმცა სპეციალური ნორმების არსებობა ზრდის ინვესტორის ყურადღებას სამართალდარღვევებზე რეაგირების თვალსაზრისით და წარმოადგენს მისთვის დამატებით მოტივაციას, იზრუნოს მისი დაზიანებული ინტერესების აღდგენაზე.⁹⁷⁸ ამავდროულად, მათი მეშვეობით კანონმდებელი ზუსტად განსაზღვრავს პასუხისმგებლობის წინაპირობებსა და სამართლებრივ შედეგებს, რათა გამოწვევებზე მოხდეს ერთგვაროვანი რეაგირება და დაბალანსებულად იქნეს გათვალისწინებული ბაზრის მონაწილეების ურთიერთსაპირისპირო ინტერესები.⁹⁷⁹ ამდენად, სპეციალური ნორმების არსებობა მნიშვნელოვნად უწყობს ხელს ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვის გაუმჯობესებას.

როგორც აღვნიშნეთ, პროსპექტის პასუხისმგებლობის განმსაზღვრელი სპეციალური ნორმის არარსებობა არ გამორიცხავს ინვესტორის მიერ შესაბამისი ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის განხორციელებას. სამსჯელოა, რამდენად შეიძლება „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული სპეციალური ნორმის ანალოგიით გამოყენება, რომელიც აწესრიგებს პროსპექტის ვალდებულების დარღვევასთან დაკავშირებული სამოქალაქოსამართლებრივ პასუხისმგებლობას ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების ეტაპზე გამოსაქვეყნებელი პროსპექტის ვალდებულების დარღვევისთვის.⁹⁸⁰ მართალია, არსებითად მსგავს შემადგენლობას ეხება საქმე, თუმცა მისი როგორც სპეციალური ნორმის ანალოგიით გამოყენება არ უნდა იქნეს მართებულად მიჩნეული სამართლის ზოგადი პრინციპებიდან გამომდინარე.

ალტერნატივად რჩება დაზარალებული ინვესტორის მიერ მოთხოვნის განხორციელება ზოგად სამოქალაქოსამართლებრივ საფუძვლებზე დაყრდნობით. როგორც აღვნიშნეთ, სამართლებრივი ბუნების მიხედვით პასუხისმგებლობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო წარმოადგენს წინასახელშეკრულებო

⁹⁷⁸ *Uhlmann*, *Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht*, 171.

⁹⁷⁹ *Uhlmann*, *Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht*, 171; *ხავთასი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58, 60.

⁹⁸⁰ აღნიშნულთან დაკავშირებით შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი გერმანულ სამართალთან იხ. *ხავთასი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58-77.

ნდობის გაწვილებაზე დაფუძნებულ პასუხისმგებლობას, შესაბამისად, როგორც ამას გერმანიის სასამართლო პრაქტიკა ითვალისწინებდა კანონმდებლის მიერ სპეციალური ნორმის შემუშავებამდე, მოთხოვნის სამართლებრივი საფუძველი შეიძლება იყოს culpa in contrahendo (§§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB; სსკ-ის 317-ე მუხლის მე-2 ნაწილი).⁹⁸¹ გერმანიაში ჩამოყალიბებული დოქტრინის თანახმად, ამ შემთხვევაში საქმე ეხება ე.წ. „ტიპიზირებულ“ ნდობას, რომლის საფუძველი არის პროსპექტში ასახული ინფორმაცია და არა ინვესტორსა და პროსპექტზე პასუხისმგებელ პირებს შორის არსებული პერსონალური საქმიანი ურთიერთობები; მათ შორის პირდაპირი სოციალური კავშირის დამყარება არ არის აუცილებელი.⁹⁸²

გერმანიის კანონმდებლობის გათვალისწინებით პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო ზიანის ანაზღაურებაზე პასუხისმგებელი სუბიექტი შეიძლება იყოს აქტივების მმართველი კომპანია, პირები, რომლებმაც პასუხისმგებლობა აიღეს პროსპექტზე ან რომლებიც პროსპექტის ინიციატორები არიან.⁹⁸³ ამასთან პროსპექტის პასუხისმგებლობა ბრალეულ პასუხისმგებლობას წარმოადგენს, დასახელებულმა პირებმა პასუხი შეიძლება აგონ მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მათ იცოდნენ პროსპექტის ნაკლის შესახებ ან მათი არცოდნა უხეში გაუფრთხილებლობით არის განპირობებული.⁹⁸⁴ რაც შეეხება სამართლებრივ შედეგებს, ამ შემთხვევაში უნდა ვიხელმძღვანელოთ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრული ემისიის პროსპექტის ვალდებულებების დარღვევისას დამდგარი სამართლებრივი შედეგების ანალოგიურად, რაც საინვესტიციო გარიგების უკუქცევას და ინვესტორისთვის მის მიერ განხორციელებული ინვესტიციის სრულად უკან დაბრუნებას გულისხმობს.⁹⁸⁵

ამდენად, მიზანშეწონილია, საქართველოს კანონმდებლობა, გერმანული კანონმდებლობის ანალოგიურად საინვესტიციო ფონდების მიმართაც ითვალისწინებდეს სპეციალური კანონით გათვალისწინებულ პასუხისმგებლობას.

⁹⁸¹ ე.წ. Allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung. *Assmann, Assman/Schütze* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 2015, § 5 Rn. 3.

⁹⁸² *Canaris*, *Bankvertragsrecht*, Rn. 2277.

⁹⁸³ იხ. § 306 Abs. 1 S. 1 KAGB – „von denen der Erlass des Prospekts ausgeht“.

⁹⁸⁴ § 306 Abs. 3 KAGB.

⁹⁸⁵ სამართლებრივ შედეგებთან დაკავშირებით დაწვრილებით იხ. *ხავთასი*, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58, 74 და მომდევნო გვერდები.

რაც შეეხება პასუხისმგებლობას ინვესტორისთვის განკუთვნილ საკვანძო ინფორმაციასთან დაკავშირებით, ვინაიდან საკვანძო ინფორმაცია საინვესტიციო პროდუქტის შესახებ სრულყოფილ სურათს არ სთავაზობს ინვესტორს, პასუხისმგებლობის დამაფუძნებელ წინაპირობას არ წარმოადგენს მისი სისრულე - მასში ყველა არსებითი მნიშვნელობის მქონე გარემოების ასახვა.⁹⁸⁶ შესაბამისად, კანონმდებლობით პირდაპირ არის განსაზღვრული, რომ ამ დოკუმენტის საფუძველზე შესაბამისი პირების პასუხისმგებლობა მხოლოდ იმ შემთხვევაში შეიძლება დადგეს, თუ მასში ასახული ინფორმაცია არასწორია, არ არის შესაბამისობაში პროსპექტის მონაცემებთან ან შეცდომაში შემყვანია.⁹⁸⁷

3.5.2. პერიოდული ანგარიშების გამოქვეყნების ვალდებულება

წლიური და ნახევარი წლის ანგარიშების გამოქვეყნების ვალდებულება აძლევს ინვესტორებს შესაძლებლობას, შეექმნათ სრულყოფილი წარმოდგენა საინვესტიციო ფონდის ქონების აქტუალური მდგომარეობისა და განვითარების პერსპექტივების შესახებ.⁹⁸⁸ წლიური ანგარიში მოიცავს ფინანსური წლის მოგება-ზარალის დეტალურ ანგარიშს, განხორციელებული საქმიანობის ანგარიშსა და სხვა არსებით ინფორმაციას, რომელიც შესაძლებლობას მისცემს ინვესტორებს, საფუძვლიანად შეაფასონ საინვესტიციო ფონდის საქმიანობა და შედეგები.⁹⁸⁹ ანგარიში დამატებით უნდა მოიცავდეს ინფორმაციას საინვესტიციო ფონდის მიერ პერსონალისთვის გადახდილ ჯამური ანაზღაურების შესახებ, მისი დაანგარიშების მეთოდის აღწერას და ანაზღაურების პოლიტიკაში შეტანილ არსებით ცვლილებებს.⁹⁹⁰

⁹⁸⁶ დაწვრილებით იხ. *Assmann*, Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2015, § 5 Rn. 385 ff.

⁹⁸⁶ *Geibel*, Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 58 Rn. 168.

⁹⁸⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 67-ე მუხლის მე-4 პუნქტის მე-2 წინადადება; § 306 Abs. 2 KAGB.

⁹⁸⁸ *Donalies*, Anlegerschutz bei Investmentfonds, 144.

⁹⁸⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 68-ე მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 69 para. 3 sec. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 101 Abs. 1 KAGB.

⁹⁹⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 68-ე მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 69 para. 3 sec. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 101 Abs. 2, 4 KAGB.

წლიური და ასევე ნახევარი წლის ანგარიშებში მოცემული უნდა იყოს საინვესტიციო ფონდის მიმოქცევაში არსებული ერთეულების რაოდენობა და მათი წმინდა ღირებულება, საინვესტიციო ფონდის პორტფელის ცვლილებები, არსებული რისკის პროფილი და ინფორმაცია იმის თაობაზე, რომ დაირღვა ან მოსალოდნელია, რომ დაირღვევა რისკის ლიმიტები, დარღვევის შემთხვევაში კი გატარებული ღონისძიებების აღწერა და სხვა.⁹⁹¹ ეს ინფორმაცია უნდა დაეხმაროს ინვესტორს, მარტივად გაანალიზოს ფონდის განვითარება და მიიღოს გადაწყვეტილება საინვესტიციო ფონდში დარჩენის თუ მისგან გასვლის შესახებ.

საინვესტიციო ფონდის ზედამხედველობის მიზნებისთვის განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება წლიური ანგარიშის შემოწმებას დამოუკიდებელი აუდიტორის მიერ,⁹⁹² რაც ანგარიშების სწორად შედგენისა და შესაბამისად ინვესტორის ინტერესების დაცვის დამატებით გარანტიას წარმოადგენს.

3.5.3. საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოშვების, განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასების გამოქვეყნების ვალდებულება

UCITS-მა სულ მცირე ყოველ 2 კვირაში ერთხელ უნდა გამოაქვეყნოს ერთეულების გამოშვების, განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასები; ამასთან, საზედამხედველო ორგანო უფლებამოსილია ეს პერიოდულობა გაზარდოს ერთ თვემდე, თუ ეს არ დააზარალებს ინვესტორის ინტერესებს.⁹⁹³ ამ ინფორმაციის გამოქვეყნების მიზნით შეიძლება გამოყენებულ იქნას ფართოდ გავრცელებული შესაბამისი პროფილის მქონე ჟურნალ-გაზეთები და ელექტრონული ინფორმაციის საშუალებები, თუ ისინი დასახელებულია ინფორმაციის წყაროდ პროსპექტში ან ინვესტორთათვის განკუთვნილ საკვანძო ინფორმაციაში.⁹⁹⁴

⁹⁹¹ „საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესის“ მე-8 მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 69 para. 3 sec. 1, para. 4 of the UCITS Directive 2009/65/EC; §§ 101 Abs. 1, 103 KAGB.

⁹⁹² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 68-ე მუხლის მე-6 პუნქტი; Art. 73 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 102 KAGB.

⁹⁹³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 69-ე მუხლი; Art. 76 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 170 KAGB.

⁹⁹⁴ *Donalies*, *Anlegerschutz bei Investmentfonds*, 145.

UCITS-ის ერთეულების გამოშვების, განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასების რეგულარულად გამოქვეყნება რელევანტურია, რამდენადაც ისინი, როგორც წესი, არ ივაჭრებიან ორგანიზებულ მეორად ბაზარზე და ამდენად, მათი მიმდინარე ღირებულების დადგენა უნდა განხორციელდეს ფონდის მმართველების მიერ, რათა ინვესტორს პერიოდულად მაინც ჰქონდეს მისი ინვესტიციის წარმატების შეფასების შესაძლებლობა.⁹⁹⁵

3.6. ინვესტორის უფლება საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვაზე

UCITS-ის ინვესტორს უფლება აქვს ნებისმიერ დროს მოითხოვოს საინვესტიციო ფონდის ან შესაბამისი ქვეფონდის აქტივებიდან თავისი ერთეულების გამოსყიდვა,⁹⁹⁶ რაც UCITS-ის როგორც ღია საინვესტიციო ფონდის არსებით ნიშან-თვისებას წარმოადგენს (“Open-End-Prinzip”).⁹⁹⁷ ინვესტორის ეს უფლება ემსახურება იმ გარემოების დაბალანსებას, რომ ის არ იღებს მონაწილეობას საინვესტიციო ფონდის მართვაში და როგორც წესი, არ გააჩნია ფონდის მმართველობაზე კონტროლისა და ზემოქმედების განხორციელების შესაძლებლობა.⁹⁹⁸ შესაბამისად, თუ ინვესტორი უკმაყოფილო იქნება საინვესტიციო ფონდის მმართველობით, სადამფუძნებლო დოკუმენტში განხორციელებული ცვლილებებით, ინვესტიციის განვითარებით, ან უბრალოდ გადაწყვეტს სხვა მიმართულებით განკარგოს თავისი ინვესტიცია, მას შეუძლია მოითხოვოს თავისი ერთეულების გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან და ამ ფორმით მოკლე ვადებში გავიდეს საინვესტიციო ხელშეკრულებიდან ან საინვესტიციო კომპანიაში მონაწილეობიდან.⁹⁹⁹

⁹⁹⁵ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 148.

⁹⁹⁶ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-40 მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 1 para. 2 subpara. b, Art. 84 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

⁹⁹⁷ *Gutsche*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 Rn. 3; *Schweinitz/Schneider-Deters*, *Baur/Tappen/Mehrkhah/Behme* (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 98 Rn. 13; *Baur*, *Investmentgesetze*, § 11 KAGG Rn. 1.

⁹⁹⁸ *Behme*, *Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 98 Rn. 3; *Gutsche*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 Rn. 3; *Anders*, *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 Rn. 6; *Zetsche/Nast*, *Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 Rn. 1 – „Exit statt Voice“; *Schmitz*, *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 37 InvG Rn. 2.

⁹⁹⁹ *Köndgen/Schmies*, *Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 93 Rn. 278; *Zetsche/Nast*, *Assmann/Wallach/Zetsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 Rn. 1; *Baur*, *Investmentgesetze*, § 11 KAGG Rn. 5; *Gutsche*, *Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 Rn. 4; *Mauser*, *Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen*, 238.

ინვესტორს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გასხვისება მესამე პირებზე სხვა ფორმებითაც შეუძლია, მაგ., Exchange Traded Funds (ETFs)-ის ერთეულების გასხვისება პრაქტიკაში, როგორც წესი, საფონდო ბირჟის მეშვეობით ხორციელდება, თუმცა ინვესტორის უფლება მოითხოვოს მათი გამოსყიდვა უშუალოდ საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან, ხელშეუხებელი რჩება.¹⁰⁰⁰ ერთეულების მხოლოდ საფონდო ბირჟის მეშვეობით გასხვისების შესაძლებლობის შემთხვევაში, ინვესტორები დაექვემდებარებოდნენ ერთეულების სავაჭრო კურსის ნეგატიურად განვითარების რისკს საბაზრო ფაქტორებიდან გამომდინარე, რომელიც აცდენაში იქნებოდა საინვესტიციო ფონდის აქტივების წმინდა ღირებულებიდან გამომდინარე ფასთან.¹⁰⁰¹ აღნიშნულიდან გამომდინარე, კანონმდებლობით გამონაკლისის სახით განსაზღვრულია, რომ ერთეულების გამოსყიდვას უთანაბრდება და მის შემცვლელ მექანიზმად შეიძლება განხილულ იქნეს მხოლოდ ის შემთხვევა, როცა აქტივების მმართველი კომპანია/საინვესტიციო კომპანია უზრუნველყოფს ინვესტორების შესაძლებლობას გაასხვისონ საკუთარი ერთეულები საფონდო ბირჟაზე ისეთ ფასად, რომელიც მნიშვნელოვნად არ განსხვავდება ერთეულის წმინდა ღირებულებისგან.¹⁰⁰²

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ინვესტორის უფლება მოითხოვოს მისი ერთეულების გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან წარმოადგენს დეინვესტიციის ყველაზე სანდო და უსაფრთხო საშუალებას.¹⁰⁰³ აღნიშნული უპირატესად ემსახურება ინვესტორის ლიკვიდობის ინტერესის დაკმაყოფილებას, რაც კაპიტალდაბანდების ნებისმიერ დროს უკან დაბრუნებისა და მისი სხვა ინვესტიციის განსახორციელებლად მიმართვის ინტერესს გულისხმობს.¹⁰⁰⁴ ამავდროულად, თუ ინვესტორი უკმაყოფილოა საინვესტიციო ფონდის მმართველობით, ამ უფლების განხორციელებით მას შეუძლია თავიდან აირიდოს მომავალში ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკი. შესაბამისად, ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლება ინვესტორის დაცვის ერთ-ერთ

¹⁰⁰⁰ *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG, InvStG*, § 37 *InvG Rn. 4*; *Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 *Rn. 7*; *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 *Rn. 1*.

¹⁰⁰¹ *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 *Rn. 4*.

¹⁰⁰² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-40 მუხლის მე-4 პუნქტი; Art. 1 para. 2 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC; *Zetzsche, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), *KAGB*, § 1 *Rn. 108*.

¹⁰⁰³ *Behme, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 98 *Rn. 3*; *Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), *KAGB*, § 98 *Rn. 6*.

¹⁰⁰⁴ ლიკვიდობის ინტერესთან დაკავშირებით იხ. დისერტაციის თავი 2.2.1.2.

უმნიშვნელოვანეს მექანიზმს წარმოადგენს, რომლის შეზღუდვაც მხოლოდ მკაცრად განსაზღვრული წინაპირობების დაკმაყოფილების შემთხვევაში შეიძლება მოხდეს.

3.6.1. ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლების განხორციელება

ქართული კანონმდებლობის თანახმად, UCITS-ის ინვესტორებს შეუძლიათ ნებისმიერ დროს მოითხოვონ საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან თავიანთი ერთეულების გამოსყიდვა, რაც შესაბამისობაშია UCITS-ის დირექტივასთან.¹⁰⁰⁵ გერმანული კანონმდებლობა უშვებს საინვესტიციო ფონდის მიერ გარკვეული ინტერვალების, დროის მონაკვეთების დაწესებას ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის განსახორციელებლად იმ დათქმით, რომ ინვესტორს თვეში სულ მცირე ორჯერ მაინც უნდა შეეძლოს ამ უფლებით სარგებლობა.¹⁰⁰⁶ გერმანული კანონმდებელი ასეთ რეგულირებას უკავშირებს UCITS-ის დირექტივით განსაზღვრულ ვალდებულებას, რომლის მიხედვით, საინვესტიციო ფონდი ვალდებულია სულ მცირე ყოველ 2 კვირაში ერთხელ გამოაქვეყნოს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოშვების, განთავსებისა და გამოსყიდვის ფასები.¹⁰⁰⁷ საბოლოოდ, საინვესტიციო ფონდის დისკრეციას წარმოადგენს, ისარგებლებს თუ არა ამ რეგულირებით; თუ საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტი ასეთ შეზღუდვას არ ითვალისწინებს, ინვესტორებს ნებისმიერ დროს შეეძლება ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის დაყენება.¹⁰⁰⁸ აღსანიშნავია, რომ ერთეულების ფასის სულ მცირე ყოველ 2 კვირაში ერთხელ გამოაქვეყნების ვალდებულებიდან არ გამომდინარეობს აუცილებლად, რომ ერთეულების გამოსყიდვაც დროის ამ მონაკვეთებზე უნდა იყოს შეზღუდული.¹⁰⁰⁹ ინვესტორისთვის ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის ნებისმიერ დროს გამოყენების შესაძლებლობა

¹⁰⁰⁵ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-40 მუხლის პირველი პუნქტი; Art. 1 para. 2 subpara. b, Art. 84 para. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC.

¹⁰⁰⁶ § 98 Abs. 1 S. 1, 116 Abs. 2 S. 1 KAGB; *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 16; *Behme*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 9; *Gutsche*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 3.

¹⁰⁰⁷ BT-Drs. 18/1305, 47; Art. 76 sec. 1 of the UCITS Directive 2009/65/EC. ანალოგიურ რეგულირებას ითვალისწინებს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-11 მუხლის მე-5 პუნქტის პირველი წინადადება, 69-ე მუხლი; ასევე გერმანული კანონმდებლობა - § 170 KAGB.

¹⁰⁰⁸ *Behme*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 9.

¹⁰⁰⁹ *Mauser*, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, 239.

თანხვედრაშია ინვესტორის ლიკვიდობის ინტერესთან და ამდენად, აუმჯობესებს მის დაცვას.

ინვესტორის უფლება მოითხოვოს საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვა პირდაპირ გამომდინარეობს კანონმდებლობიდან და ამ უფლების განხორციელება არ არის დაკავშირებული რაიმე წინაპირობების დადგომასთან.¹⁰¹⁰ შესაბამისად, შეთანხმება, რომლითაც ერთეულების გამოსყიდვა შეიძლება გამოირიცხოს, იქნება ბათილი საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 54-ე მუხლის შესაბამისად.¹⁰¹¹ ერთეულების გამოსყიდვის პროცედურა და პირობები, მათ შორის გამოსყიდვასთან დაკავშირებული საკომისიოები და ხარჯები და ის გარემოებები, რომელთა არსებობის შემთხვევაში შესაძლებელია გამოსყიდვის პროცესის შეჩერება, დეტალურად განისაზღვრება საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტითა და პროსპექტით.¹⁰¹² სადამფუძნებლო დოკუმენტში მოცემული უნდა იყოს გამოსყიდვის პირობების ზოგადი რეგულირება, რომელიც უნდა დაკონკრეტდეს საინვესტიციო ფონდის პროსპექტში.¹⁰¹³

საქართველოს კანონმდებლობა ღია საინვესტიციო ფონდის ინვესტორებს, მიუხედავად საინვესტიციო ფონდის სამართლებრივი ფორმისა, ერთნაირად ანიჭებს ნებისმიერ დროს საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლებას. გერმანიის კანონმდებლობა ითვალისწინებს სპეციალურ მოწესრიგებას საინვესტიციო კომპანიის ფორმით დაფუძნებული საინვესტიციო ფონდიდან ერთეულების გამოსყიდვასთან დაკავშირებით და ერთმანეთისგან განასხვავებს ინვესტორ-აქციონერებსა და საწარმო-აქციონერებს.¹⁰¹⁴ ქართული სამართალი აქციონერთა კლასებად დაყოფას ასეთი ფორმით არ ითვალისწინებს.¹⁰¹⁵ ინვესტორ-აქციონერებს, ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ინვესტორების ანალოგიურად, შეუზღუდავად შეუძლიათ ისარგებლონ ერთეულების გამოსყიდვის

¹⁰¹⁰ *Behme, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 8.*

¹⁰¹¹ *Behme, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 8; Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 37 InvG Rn. 5.*

¹⁰¹² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-10 მუხლის მე-5 პუნქტის „გ“ ქვეპუნქტი, 66-ე მუხლის მე-3 პუნქტის „კ“ და „ო“ ქვეპუნქტები; §§ 162 Abs. 2 Nr. 4, 165 Abs. 2 Nr. 8, 21, 22 KAGB.

¹⁰¹³ *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 9.*

¹⁰¹⁴ § 116 Abs. 2 KAGB.

¹⁰¹⁵ გერმანიის კანონმდებლობის თანახმად აქციების საწარმოო და საინვესტიციო კლასებად და შესაბამისად აქციონერების ორ ტიპად - საწარმოო აქციონერებად და ინვესტორ-აქციონერებად დაყოფის თაობაზე იხ. დისერტაციის თავი 1.6.2.

მოთხოვნის უფლებით, რაც ხმის უფლებისა და საინვესტიციო კომპანიის მმართველობაზე ზეგავლენის არქონის კომპენსაციას წარმოადგენს.¹⁰¹⁶ აღნიშნულისგან განსხვავებით საწარმო-აქციონერებს, რომლებმაც მონაწილეობა მიიღეს საინვესტიციო კომპანიის დაფუძნებასა და მისი საკუთარი კაპიტალის შევსებაში, მხოლოდ იმ შემთხვევაში შეუძლიათ ამ უფლებით სარგებლობა, თუ ყველა სხვა საწარმო-აქციონერი თანხმობას განაცხადებს მისი ერთეულების გამოსყიდვაზე და საინვესტიციო კომპანიის საკუთარი კაპიტალი თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში არ ჩამოცდება საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობით განსაზღვრულ თანხას, ხოლო გარე აქტივების მმართველის მიერ მართული საინვესტიციო კომპანიის შემთხვევაში - სააქციო კანონით გათვალისწინებულ მინიმალურ საწესდებო კაპიტალს (§ 7 AktG).¹⁰¹⁷ აღნიშნული რეგულირება კიდევ ერთხელ გამოკვეთს განსხვავებას იმ აქციონერებს, რომლებსაც საინვესტიციო კომპანიის მართვის ინტერესი გააჩნიათ და ამდენად, მონაწილეობენ მასში როგორც სააქციო საზოგადოებაში და იმ აქციონერებს შორის, რომელთა ერთადერთ ინტერესს ინვესტიციის განხორციელების შედეგად მოგების მიღება წარმოადგენს და არ სურთ საინვესტიციო კომპანიის მართვაში მონაწილეობის მიღება (ინვესტორები). საინვესტიციო კომპანიის საკუთარი კაპიტალის კანონმდებლობით განსაზღვრული ოდენობით შენარჩუნება ემსახურება საინვესტიციო კომპანიის საოპერაციო რისკების დაზღვევას და ამდენად, ინვესტორის ინტერესების დაცვას, რაც ასეთი რეგულირების საქართველოს კანონმდებლობაში არსებობის მიზანშეწონილობაზე მეტყველებს.

ერთეულების გამოსყიდვა ხორციელდება ინვესტორისთვის საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან ერთეულის წმინდა ღირებულების გადახდით, გამოსყიდვის საკომისიოს გამოკლებით,¹⁰¹⁸ როგორც წესი ფულადი ანაზღაურებით.¹⁰¹⁹ ერთეულის წმინდა ღირებულება გამოითვლება საინვესტიციო ფონდის აქტივების წმინდა ღირებულების გაყოფით საინვესტიციო ფონდის მიერ გამოშვებული ერთეულების

¹⁰¹⁶ *Wallach*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 116 Rn. 17; *Müchler*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, 122, 207; *Sachtleber*, Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, 140.

¹⁰¹⁷ § 116 Abs. 2 S. 3 KAGB.

¹⁰¹⁸ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 50-ე მუხლის პირველი პუნქტის მეორე წინადადება; § 71 Abs. 3 S. 1 KAGB.

¹⁰¹⁹ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-40 მუხლის მე-5 პუნქტი.

რაოდენობაზე.¹⁰²⁰ ამასთან, დაუშვებლად უნდა იქნეს მიჩნეული გამოსყიდვის საკომისიოს შეუსაბამოდ დიდი ოდენობით განსაზღვრა, ვინაიდან ეს ფაქტორი ზეგავლენას მოახდენს ინვესტორის ნებაზე და არაპირდაპირ გამოიწვევს გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლების შეზღუდვას.¹⁰²¹ აქტივების მმართველმა კომპანიამ/საინვესტიციო კომპანიამ ინვესტორის მოთხოვნა ერთეულების გამოსყიდვის თაობაზე უნდა შეასრულოს ბრალეული დაყოვნების გარეშე, ისე რომ დროითმა დაყოვნებამ ასევე არ გამოიწვიოს ინვესტორის ამ უფლების ფაქტობრივი შეზღუდვა.¹⁰²²

ერთეულების გამოსყიდვის პროცესისა და ღირებულების გამოთვლის შესაბამისობის კონტროლს საქართველოს კანონმდებლობისა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტის მოთხოვნებთან ახორციელებს საინვესტიციო ფონდის სპეციალიზებული დეპოზიტარი.¹⁰²³

ბოლოს, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს გერმანიის კანონმდებლობაში 2020 წელს განხორციელებული რეფორმის შესახებ, რომლითაც IOSCO¹⁰²⁴ -სა და FSB¹⁰²⁵ -ის რეკომენდაციების გათვალისწინებით განისაზღვრა, რომ საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტით შეიძლება დადგინდეს განსაზღვრული ვადა, რომლის დაცვითაც ინვესტორმა უნდა განაცხადოს აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის წინაშე მისი ნება ერთეულების გამოსყიდვის თაობაზე; ამასთან, ეს ვადა არ უნდა აღემატებოდეს ერთ თვეს.¹⁰²⁶ ერთეულების გამოსყიდვის თაობაზე ინვესტორის ნების განსაზღვრული ვადით ადრე გამოვლენის

¹⁰²⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის 3¹³ ქვეპუნქტი.

¹⁰²¹ *Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, §§ 98 Rn. 12, 71 Rn. 8; Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 23 InvG Rn. 11; Behme, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 16; Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 279.*

¹⁰²² *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 9; Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 37 InvG Rn. 7; Behme, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 8.*

¹⁰²³ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 34-ე მუხლის პირველი პუნქტის „გ“ და „დ“ ქვეპუნქტები; Art. 22 para. 3 subpara. a and b of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 72 Abs. 1 Nr. 1 KAGB.

¹⁰²⁴ 5 et sqq. IOSCO - Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration.

¹⁰²⁵ 11 et sqq. FSB - Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities.

¹⁰²⁶ § 98 Abs. 1a S. 1 KAGB; BT-Drs. 19/17139, 45; *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 18.*

ვალდებულება მიზნად ისახავს საინვესტიციო ფონდების ლიკვიდობის მართვის გაუმჯობესებას, რაც გააუმჯობესებს გერმანიის როგორც საინვესტიციო ფონდებისთვის უსაფრთხო, თანამედროვე და მიმზიდველი ადგილის პოზიციას.¹⁰²⁷ აქტივების მმართველმა კომპანიამ/საინვესტიციო კომპანიამ აღნიშნული ვადა უნდა განსაზღვროს გარემოებების გონივრული შეფასების საფუძველზე, ინვესტორის ინტერესებისა და საინვესტიციო სტრატეგიის, ასევე საინვესტიციო ფონდის აქტივების ლიკვიდობის გათვალისწინებით.¹⁰²⁸ მიზანშეწონილია, ეს მიდგომა გათვალისწინებულ იქნეს ქართულ სამართალშიც.

3.6.2. ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერება

როგორც წინა თავში აღინიშნა, დაუმჯობესებელია შეთანხმების საფუძველზე ინვესტორის უფლების გაუქმება მოითხოვოს მისი ერთეულების გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდის აქტივებიდან,¹⁰²⁹ თუმცა საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტითა და პროსპექტით შეიძლება განისაზღვროს ის გარემოებები, რომელთა დადგომის შემთხვევაში, ინვესტორთა ინტერესების გათვალისწინებით, გამონაკლისის სახით, დასაშვებია იქნება აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის მიერ UCITS-ის აქტივებიდან ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის დროებით შეჩერება.¹⁰³⁰

ასეთ გამონაკლის შემთხვევებად მოაზრებულ უნდა იქნეს მხოლოდ ისეთი გარემოებების დადგომა, რომლებიც აუცილებელს ხდიან ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერებას ინვესტორთა პუბლიკის ინტერესებიდან გამომდინარე.¹⁰³¹ აქტივების მმართველ კომპანიას არამხოლოდ იმ ინვესტორის წინაშე აკისრია

¹⁰²⁷ BT-Drs. 19/17139, 45; *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 18.

¹⁰²⁸ BT-Drs. 19/17139, 45; *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 18; *Anders*, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 17.

¹⁰²⁹ *Behme*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 8; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 37 InvG Rn. 5.

¹⁰³⁰ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 41-ე მუხლის პირველი პუნქტი და მე-2 პუნქტის პირველი წინადადება; Art. 84 para. 2 subpara. a of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 98 Abs. 2 S. 1 KAGB.

¹⁰³¹ *Behme*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 20; *Schmitz*, Berger/Steck/Lübbehüsen (Hrsg.), InvG, InvStG, § 37 InvG Rn. 13.

ფიდუციური ვალდებულებები, რომელიც თავისი ერთეულების გამოსყიდვას ითხოვს, არამედ ასევე მთელი ინვესტორთა პუბლიკის წინაშე, რომლებიც საინვესტიციო ფონდში რჩებიან.¹⁰³² ამდენად, ცალკეული ინვესტორისა და ინვესტორთა პუბლიკის ინტერესების კოლიზიისას, თანაზომიერების პრინციპის გათვალისწინებითა და დაცვით ის უფლებამოსილია, მიანიჭოს უპირატესობა ინვესტორთა პუბლიკას და დროებით შეზღუდოს ცალკეული ინვესტორის უფლება საინვესტიციო ფონდიდან გასვლის თაობაზე, რათა ამით საფრთხე არ შეექმნას საინვესტიციო ფონდის არსებობასა და აქტივების მმართველ კომპანიასა და დარჩენილ ინვესტორებს შორის ურთიერთობას.¹⁰³³

უჩვეულო გარემოებებს, რომლებიც გამონაკლისის სახით შეიძლება გახდნენ საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების საფუძველი, ძირითადად მიეკუთვნება სირთულები საინვესტიციო ფონდის ერთეულების ღირებულების დადგენასთან დაკავშირებით, რაც შეიძლება წარმოიშვას ეკონომიკური ან პოლიტიკური კრიზისის გამო საფონდო ბირჟების ან ბაზრების დახურვის, საინვესტიციო ფონდის სახელშეკრულებო მხარის ლიკვიდაციის (მანამ, სანამ უცნობია, რა ოდენობის თანხას მიიღებს საინვესტიციო ფონდი ლიკვიდაციის პროცესის დასრულების შედეგად) ან სხვა ფორსმაჟორული გარემოებების შედეგად.¹⁰³⁴ საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოშვება ან გამოსყიდვა იმ პირობებში, როცა საინვესტიციო ფონდის აქტივების წმინდა ღირებულებისა და შესაბამისად, ერთეულების ღირებულების ზუსტად განსაზღვრა შეუძლებელია, არასასურველი შედეგების მომტანი იქნება საინვესტიციო ფონდის თითოეული მონაწილისთვის.¹⁰³⁵

მსჯელობის საგანს წარმოადგენს, რამდენად შეიძლება იყოს ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების საფუძველი ვითარება, როდესაც ინვესტორთა საშუალოზე მეტი რაოდენობა გამოიყენებს ერთეულების გამოსყიდვის უფლებას და

¹⁰³² *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 37 InvG Rn. 13.

¹⁰³³ *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 26; *Köndgen/Schmies, Ellenberger/Bunte* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 93 Rn. 278; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 37 InvG Rn. 13 f; *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 15.

¹⁰³⁴ *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 13; *Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 25; *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 29; *Behme, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 21; *Schmitz, Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), InvG, InvStG, § 37 InvG Rn. 17; *Baur, Investmentgesetze*, § 11 KAGG Rn. 14.

¹⁰³⁵ *Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 25.

ამით საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდობას მნიშვნელოვანი საფრთხის წინაშე დააყენებს.¹⁰³⁶ ამ დროს ერთ მხარეს არის ინვესტორი, რომელსაც კანონმდებლობით მინიჭებული აქვს მისი ერთეულების ნებისმიერ დროს გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლება, ხოლო მეორე მხარეს საინვესტიციო ფონდში დარჩენილი ინვესტორთა კოლექტივი, რომელსაც ცალკეულ შემთხვევაში შეიძლება უპირატესობა მიენიჭოს, თუ დადასტურდება, რომ საინვესტიციო ფონდის მიერ ერთეულების გამოსასყიდად საკმარისი ლიკვიდობის მოკლე ვადებში მისაღწევად საინვესტიციო ფონდის აქტივები მის ფაქტობრივ ღირებულებასთან შედარებით მნიშვნელოვნად დაბალ ფასებში გაიყიდება.¹⁰³⁷ მრავალი ინვესტორის მიერ ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლება არ შეიძლება გახდეს გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების საფუძველი, თუ საინვესტიციო ფონდის აქტივების გასხვისება შესაძლებელი იქნება ეკონომიკურად გონივრულ ფასებში.¹⁰³⁸ ამასთან, ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნების შესრულების მიზნით კრედიტის აღების საჭიროება per se არ უნდა იქნეს განხილული გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების გამამართლებელ გარემოებად, რამდენადაც კრედიტის აღება კანონით დაშვებულ ფარგლებში მოხდება.¹⁰³⁹

საქართველოს კანონმდებლობით განსაზღვრულია, რომ „ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების შემდეგ დაუშვებელია ერთეულების გამოსყიდვის თაობაზე განაცხადების დაკმაყოფილება“,¹⁰⁴⁰ რაც დეკლარაციული ხასიათის ჩანაწერს წარმოადგენს, ვინაიდან აღნიშნული თავისთავად გამომდინარეობს ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების შესახებ რეგულირებიდან. წინააღმდეგ შემთხვევაში აქტივების მმართველი კომპანია იმოქმედებს ინვესტორთა პუბლიკის ინტერესების საზიანოდ და ინვესტორებს წარმოეშობათ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება. ინვესტორის ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით მეტად ქმედით რეგულირებას ვხვდებით

¹⁰³⁶ *Behme, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 22; Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 25.*

¹⁰³⁷ *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 15; Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 31.*

¹⁰³⁸ *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 15.*

¹⁰³⁹ *Behme, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 22; Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 14; იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 56-ე მუხლის მე-2 პუნქტი; Art. 83 para. 2 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 199 KAGB.*

¹⁰⁴⁰ იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 41-ე მუხლის მე-2 პუნქტის მე-3 წინადადება.

გერმანულ სამართალში, რომლის მიხედვით, ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების პერიოდში აკრძალულია ახალი ერთეულების გამოშვება.¹⁰⁴¹ მართალია, ახალი ერთეულების გამოშვება დაეხმარებოდა საინვესტიციო ფონდს ლიკვიდობის მართვაში, თუმცა ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების გამომწვევი ზემოაღწერილი გარემოებებიდან გამომდინარე, ვერ იქნება უზრუნველყოფილი ახალი ერთეულების გამოშვების ფასის სწორად განსაზღვრა, რომელიც ორიენტირებული უნდა იყოს საინვესტიციო ფონდის აქტივების წმინდა ღირებულებაზე.¹⁰⁴² შედეგად, ახალი ერთეულების ფასი იქნება შეუსაბამოდ მაღალი ან დაბალი, რაც დააზიანებს ახალ ან არსებულ ინვესტორებს.¹⁰⁴³

საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, ერთეულების გამოსყიდვის პროცესი შეიძლება შეჩერდეს არაუმეტეს 3 თვისა, ამ ვადის გაგრძელება 6 თვემდე დასაშვებია მხოლოდ საზედამხედველო ორგანოს თანხმობით.¹⁰⁴⁴ აღნიშნულისგან განსხვავებით, გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების კანონისმიერ ვადებს არ იცნობს გერმანული სამართალი. ერთეულების გამოსყიდვის პროცესი უნდა განახლდეს, როგორც კი მისი შეჩერების გამომწვევი გარემოებები აღარ იარსებებს.¹⁰⁴⁵ გამომდინარე იქედან, რომ UCITS ლიკვიდურ აქტივებს ფლობს, ივარაუდება, რომ გამოსყიდვის პროცესი შეიძლება რამდენიმე დღიდან მაქსიმუმ სამ თვემდე შეჩერდეს.¹⁰⁴⁶

საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერება დაკავშირებულია ასევე ინფორმირების ვალდებულებებთან. კერძოდ, აქტივების მმართველმა კომპანიამ/საინვესტიციო კომპანიამ ამის თაობაზე დაუყოვნებლივ უნდა აცნობოს საზედამხედველო ორგანოს.¹⁰⁴⁷ აღნიშნულის გარდა, გერმანიის

¹⁰⁴¹ § 98 Abs. 2 S. 2 KAGB.

¹⁰⁴² *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 34; „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-11 მუხლის მე-2 პუნქტის თანახმად, ერთეულის გამოშვების ფასი განისაზღვრება შესაბამისი კლასის ერთეულის წმინდა ღირებულებით, რომელიც თავის მხრივ გამოითვლება საინვესტიციო ფონდის აქტივების წმინდა ღირებულების გაყოფით გამოშვებული ერთეულების რაოდენობაზე [იხ. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის პირველი პუნქტის 3¹³ ქვეპუნქტი].

¹⁰⁴³ *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 34.

¹⁰⁴⁴ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 41-ე მუხლის მე-4 პუნქტი.

¹⁰⁴⁵ *Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 7; *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 35; *Behme, Moritz/Klebeck/Jesch* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum KAGB*, § 98 Rn. 26.

¹⁰⁴⁶ *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche* (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 35.

¹⁰⁴⁷ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 41-ე მუხლის მე-2 პუნქტის მე-2 წინადადება, 42-ე მუხლის პირველი პუნქტის მე-2 წინადადება; Art. 84 para. 3 of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 98 Abs. 2 S. 3 KAGB.

კანონმდებლობა დამატებით ითვალისწინებს ინფორმირების ვალდებულებებს საზოგადოებისა და ინვესტორების წინაშე. ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერებისა და განახლების შესახებ ინფორმაცია უნდა გასაჯაროვდეს ფედერალურ საინფორმაციო მაცნესა და ფართოდ გავრცელებულ ჟურნალ-გაზეთებში ან საინვესტიციო ფონდის პროსპექტში მითითებულ ელექტრონულ საინფორმაციო საშუალებებში,¹⁰⁴⁸ ხოლო ფედერალურ საინფორმაციო მაცნეში გამოქვეყნების შემდეგ ინვესტორებს დაუყოვნებლივ უნდა მიეწოდოთ ინფორმაცია ინფორმაციის ხანგრძლივი მატარებლების მეშვეობით. ¹⁰⁴⁹ ინვესტორებისთვის ინფორმაციის ხანგრძლივი მატარებლების მეშვეობით შეტყობინება წარმოადგენს კანონმდებლის რეაგირებას იმ გარემოებაზე, რომ საშუალო ინვესტორი, როგორც წესი, არ ეცნობა ფედერალურ საკანონმდებლო მაცნესა თუ ჟურნალ-გაზეთებში გამოქვეყნებულ ინფორმაციას.¹⁰⁵⁰ ინფორმაციის უშუალოდ გაგზავნის ვალდებულება გააუმჯობესებს ინვესტორის ინფორმირებულობისა და შესაბამისად, მისი დაცვის ხარისხს. ¹⁰⁵¹ გამომდინარე იქედან, რომ საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნა ინვესტორის ერთ-ერთ ფუნდამენტურ უფლებას წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდში, აუცილებელია, რომ ქართულ სამართალიც უზრუნველყოფდეს მის ყოვლისმომცველ ინფორმირებას როგორც პროცესის შეჩერების, ასევე განახლების შესახებ.

საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების უფლებამოსილება გააჩნია ასევე საზედამხედველო ორგანოს, თუ ის მიიჩნევს, რომ ეს აუცილებელია ინვესტორის ინტერესების დასაცავად ან საფინანსო სექტორის სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად. ¹⁰⁵² კანონის ტექსტის თანახმად,

¹⁰⁴⁸ § 98 Abs. 2 S. 3 KAGB.

¹⁰⁴⁹ § 98 Abs. 2 S. 4 KAGB.

¹⁰⁵⁰ *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 22.*

¹⁰⁵¹ *Gutsche, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 22.*

¹⁰⁵² „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის 41-ე მუხლის მე-3 პუნქტი; Art. 84 para. 2 subpara. b of the UCITS Directive 2009/65/EC; § 98 Abs. 3 HS. 1 KAGB. საზედამხედველო ორგანოს გადაწყვეტილება ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების თაობაზე წარმოადგენს მავალდებულებელ ადმინისტრაციულ აქტს. აქტივების მმართველ კომპანიას/საინვესტიციო კომპანიას შეუძლია აღნიშნულის წინააღმდეგ გამოიყენოს ადმინისტრაციული სამართლით გათვალისწინებული ადმინისტრაციულსამართლებრივი აქტის გასაჩივრების ზოგადი საფუძვლები. ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლების ფუნდამენტური მნიშვნელობის გათვალისწინებით უნდა ვივარაუდოთ, რომ ასევე ცალკეულ ინვესტორებს შეიძლება გააჩნდეს საზედამხედველო ორგანოს გადაწყვეტილების გასაჩივრების უფლებამოსილება [*Anders, Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB,*

საზედამხედველო ორგანოს მიერ გადაწყვეტილების მიღებისას არ მოითხოვება უჩვეულო და ფორსმაჟორული გარემოებების არსებობა, რომლებიც ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების საფუძველი შეიძლება გახდეს. თუმცა ვინაიდან ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლებას ფუნდამენტური მნიშვნელობა ენიჭება ინვესტორის ინტერესების დაცვისათვის, ასეთი გადაწყვეტილება უნდა წარმოადგენდეს უკიდურეს ნაბიჯს (*ultima ratio*).¹⁰⁵³ საზედამხედველო ორგანოს მიერ ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების საფუძველი შეიძლება იყოს აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ქმედებები, რომლითაც ის მნიშვნელოვნად არღვევს კანონმდებლობითა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტით დაკისრებულ ვალდებულებებს, მაგ., საინვესტიციო ფონდის აქტივების არასწორად შეფასება, რაც გამოიწვევს საინვესტიციო ფონდიდან გამსვლელი ინვესტორისთვის ან დარჩენილი ინვესტორებისთვის ზიანის მიყენებას, ან ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის წარმართვა კანონმდებლობისა და სადამფუძნებლო დოკუმენტის მოთხოვნებთან შეუსაბამოდ.¹⁰⁵⁴ საფინანსო სექტორის სტაბილურობის უზრუნველყოფის საჭიროება განსაკუთრებით შეიძლება წარმოიშვას ფინანსური კრიზის განმავლობაში, თუ დიდი ოდენობით ინსტიტუციური ინვესტორების მიერ ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნა გამოიწვევს ერთეულების ღირებულებას მკვეთრ შემცირებას ან ფასების მერყეობას.¹⁰⁵⁵ ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის საზედამხედველო ორგანოს მიერ შეჩერების შემთხვევებშიც უნდა მოქმედებდეს ინვესტორის ინფორმირების დასახელებული მექანიზმები.

ბოლოს, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს გერმანიის კანონმდებლობაში 2020 წელს განხორციელებული რეფორმის შესახებ, რომლითაც IOSCO¹⁰⁵⁶ -სა და FSB¹⁰⁵⁷ -ის რეკომენდაციების გათვალისწინებით დამატებით განისაზღვრა ფონდის

§ 98 Rn. 32; *Gutsche*, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 24; *Behme*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 30].

¹⁰⁵³ *Behme*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 29; *Gutsche*, Emde/Dornseifer/Dreibus/(Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 25.

¹⁰⁵⁴ *Gutsche*, Emde/Dornseifer/Dreibus (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 24; *Baur*, Investmentgesetze, § 11 KAGG Rn. 18; *Behme*, Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum KAGB, § 98 Rn. 29; *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 39.

¹⁰⁵⁵ *Zetzsche/Nast*, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), KAGB, § 98 Rn. 39.

¹⁰⁵⁶ 5 et sqq. IOSCO - Open-ended Fund Liquidity and Risk Management - Good Practices and Issues for Consideration.

¹⁰⁵⁷ 11 et sqq. FSB - Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities.

ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლების შეზღუდვის შესაძლებლობა აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის გადაწყვეტილების საფუძველზე (redemption gates).¹⁰⁵⁸ ამ რეგულირების თანახმად, საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტით შეიძლება შეიზღუდოს ერთეულების გამოსყიდვა, თუ ინვესტორების მოთხოვნების შედეგად განსახორციელებელი ფულადი გადახდები მიაღწევს წინასწარ განსაზღვრულ გარკვეულ ოდენობას და შედეგად, საინვესტიციო ფონდის აქტივების ლიკვიდობიდან გამომდინარე ერთეულების გამოსყიდვა აღარ შეესაბამება ინვესტორთა პუბლიკის ინტერესებს.¹⁰⁵⁹ ამ მექანიზმის ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერებისგან განსხვავების მიზნით, მისი ხანგრძლივობა შეზღუდულია 15 სამუშაო დღეზე; თუმცა მიიჩნევა, რომ რამდენიმე დღეც საკმარისია საინვესტიციო ფონდის მიერ სათანადო ლიკვიდობის შესაქმნელად და ერთეულების გამოსყიდვის აღსასრულებლად.¹⁰⁶⁰ Redemption Gates წარმოადგენს საერთაშორისოდ აღიარებულ მექანიზმს საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდობის მართვის მიზნით იმ შემთხვევისთვის, როცა საინვესტიციო ფონდის ინვესტორების დიდი რაოდენობა ითხოვს მისი ერთეულების გამოსყიდვას.¹⁰⁶¹ ამდენად, მიზანშეწონილი იქნებოდა მისი ქართულ კანონმდებლობაში გათვალისწინება.

¹⁰⁵⁸ § 98 Abs. 1b KAGB; BT-Drs. 19/17139, 45; *Zetzsche/Nast, Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.)*, KAGB, § 98 Rn. 22.

¹⁰⁵⁹ § 98 Abs. 1b S. 1 KAGB.

¹⁰⁶⁰ BT-Drs. 19/17139, 45.

¹⁰⁶¹ BT-Drs. 19/17139, 45.

დასკვნა

დისერტაციის მიზანი იყო საინვესტიციო ფონდის თავისებურებებისა და მისგან გამომდინარე რისკების შესწავლა, რომლებსაც ინვესტორი მასში მონაწილეობისას ექვემდებარება, და კანონმდებლობით შემოთავაზებული ინვესტორის დაცვის ღონისძიებების ანალიზი, რომლებმაც ეს რისკები, როგორებიცაა ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების, ლიკვიდობის, ინფორმაციის, საინვესტიციო პირობების და სხვ., უნდა შეამციროს ან თავიდან აიცილოს. კვლევის საგანს წარმოადგენდა ქართული კანონმდებლობის UCITS-ის დირექტივასთან დაახლოების საფუძველზე შემუშავებული ნორმები, რომელთა ეფექტურობა ინვესტორის დაცვის თვალსაზრისით შეფასდა გერმანულ სამართალთან შედარებით სამართლებრივი ანალიზის საფუძველზე.

კვლევის ფარგლებში გამოვლინდა საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი კანონმდებლობის არაერთი ხარვეზი. ევროკავშირის დირექტივების ნაციონალურ კანონმდებლობაში განხორციელება, რაც დირექტივის დებულებების ნაციონალური სამართლის პრინციპებსა და ნორმებთან მისადაგებას გულისხმობს ისე, რომ ამავდროულად გარანტირებული იყოს დირექტივით დადგენილი მინიმალური ქცევის მასშტაბი, თითოეული ქვეყნის კანონმდებლის ინდივიდუალურ ამოცანას წარმოადგენს. ამ თვალსაზრისით გერმანულ სამართალთან შედარებით სამართლებრივმა ანალიზმა აჩვენა, რომ ეს უკანასკნელი ინვესტორის დაცვის უფრო მაღალ სტანდარტს ამკვიდრებს ქართულ სამართალთან შედარებით.

დასკვნაში წარმოდგენილია მხოლოდ ძირითადი ასპექტები - ხარვეზები, რომლებიც არსებით შეუსაბამობას ავლენენ საინვესტიციო ფონდის არსთან და მასში ინვესტორის დაცვის სტანდარტთან ევროკავშირის დირექტივებთან მიმართებითა და გერმანულ სამართალთან შედარებით.

საინვესტიციო ფონდის მართვისა და აქტივების შენახვის ფუნქციების გამიჯვნასთან მიმართებით

1. საინვესტიციო ფონდის მართვისა და საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვის ფუნქციების ერთმანეთისგან ინსტიტუციური გამიჯვნა, რაც პირველი ფუნქციის აქტივების მმართველ კომპანიაზე, ხოლო მეორე ფუნქციის სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე მინდობას გულისხმობს, ფაქტობრივად მხოლოდ იმ

შემთხვევაში მიიღწევა, თუ ეს სუბიექტები ერთმანეთისგან დამოუკიდებლები იქნებიან. ევროკავშირისა და გერმანიის კანონმდებლობისგან განსხვავებით, საქართველოს კანონმდებლობა ამ თვალსაზრისით არ ითვალისწინებს ისეთ მნიშვნელოვან ასპექტებს, როგორებიცაა (1) რეგულაციები მათი პერსონალის შეუთავსებლობასთან დაკავშირებით, რაც ძირითადად მათი მმართველი ორგანოების სხვადასხვა პირებით დაკომპლექტებას გულისხმობს, (2) ხოლო ეკონომიკური დამოკიდებულების არსებობის შემთხვევაში, რაც მათ საკორპორაციოსამართლებრივ კავშირს გულისხმობს და რაც დაშვებულია ევროკავშირისა და გერმანიის კანონმდებლობითაც, არ ითვალისწინებს დამატებით რეგულაციებს ინტერესთა კონფლიქტის მაქსიმალურად თავიდან ასაცილებლად ან სამართავად. ამ უკანასკნელ შემთხვევაში გათვალისწინებული უნდა იქნეს ასევე აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულება საზედამხედველო ორგანოს წინაშე დაასაბუთოს, თუ რატომ იყო აუცილებელი ზუსტად იმ სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნა, რომელთანაც მას საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობები აკავშირებს.

საინვესტიციო ფონდის იდეისთვის კრიტიკულად მნიშვნელოვანია დამოუკიდებელი სპეციალიზებული დეპოზიტარის არსებობა, რომელიც საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვის ფუნქციასთან ერთად აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის კანონმდებლობასთან შესაბამისობის კონტროლს ახორციელებს. ის მაქსიმალურად მოტივირებული უნდა იყოს, იმოქმედოს მხოლოდ ინვესტორის ინტერესების სასარგებლოდ. მისი ამ ფუნქციების ეფექტურად განხორციელება მნიშვნელოვნად შეამცირებს ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურებისა და მმართველობის რისკებს.

ერთობლივ საინვესტიციო ფონდთან მიმართებით

2. რეგულაციები ერთობლივ საინვესტიციო ფონდთან დაკავშირებით, რომელიც აქტივების მმართველ კომპანიასა და ცალკეულ ინვესტორს შორის გაფორმებული კოორდინირებული საინვესტიციო ხელშეკრულებების საფუძველზე ყალიბდება, არაერთ ხარვეზს შეიცავს, რაც ძირითადად სამოქალაქოსამართლებრივი საკითხების ხარვეზიანი მოწესრიგებით არის განპირობებული. ქართულ სამართალში არ არის გათვალისწინებული ის გარემოება, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი წარმოადგენს ინვესტორებისგან შეგროვებული ფულადი შენატანებისა და მათი

ინვესტირების შედეგად შექმნილი აქტივების გაერთიანებას, მათ სათავეს, და მას არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა და უფლებაუნარიანობა. შესაბამისად, ხარვეზის შემცველია „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის თითოეული ჩანაწერი, რომელიც ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის სახელით მოქმედებასა და მასზე ვალდებულებების დაკისრებას ითვალისწინებს.

3. ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ინვესტორსა და აქტივების მმართველ კომპანიას შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობა ავლენს საკუთრების მინდობის იგივე ტრასტის ურთიერთობის მკვეთრად გამოხატულ ნიშნებს, მაგ., აქტივების მმართველ კომპანიაზე კანონმდებლობით დაკისრებული ფიდუციური ვალდებულებების მასშტაბი და მისთვის ინვესტორების (ფორმალურად) საერთო საკუთრებაში არსებული ქონების მართვისა და განკარგვის შეუზღუდავი უფლებამოსილების მინიჭება. მიზანშეწონილია, გერმანული სამართლის გადაწყვეტის ანალოგიურად ეს ურთიერთობა ქართულ სამართალშიც ჩამოყალიბდეს კანონისმიერ საკუთრების მინდობად და შესაბამისად, კანონმდებლობით პირდაპირ განისაზღვროს, რომ აქტივების მმართველი კომპანია მესამე პირებთან ურთიერთობაში უნდა მოქმედებდეს საკუთარი სახელით და იყოს მათ წინაშე სამართლებრივი პასუხისმგებლობის სუბიექტი. აღნიშნული გამომდინარეობს ასევე იმ გარემოებიდან, რომ ის ვერ იმოქმედებს საკუთარი სამართალსუბიექტობისა და უფლებაუნარიანობის არმქონე ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის სახელით, ინვესტორების სახელით მოქმედება კი ცალსახად ეწინააღმდეგება ამ უკანასკნელთა ინტერესებსა და კანონმდებლის ნებას, რომელიც პირდაპირ გამორიცხავს ინვესტორის პერსონალურ პასუხისმგებლობას.

ერთობლივი საინვესტიციო ფონდისთვის ტრასტის კონსტრუქცია არაერთ ქვეყანაში გავრცელებული და დოგმატურად გამართული ფორმაა, რომელიც განსაკუთრებით მაღალი ხარისხით უზრუნველყოფს ინვესტორის ინტერესების დაცვას.

4. ტრასტის კონსტრუქცია და შესაბამისად, აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საკუთარი სახელით სამართლებრივი ქმედებების განხორციელება მნიშვნელოვანია ერთობლივი საინვესტიციო ფონდში პასუხისმგებლობის გამიჯვნის პრინციპის უზრუნველსაყოფად. ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი შეიძლება იყოს მხოლოდ ეკონომიკური პასუხისმგებლობის სუბიექტი, სამართლებრივი

პასუხისმგებლობის სუბიექტი კი უნდა იყოს აქტივების მმართველი კომპანია, რაც აუცილებელია ერთობლივ საინვესტიციო ფონდში გაერთიანებული კაპიტალის იზოლირებისა და კრედიტორების უშუალო მოთხოვნებისგან მისი დაცვის უზრუნველსაყოფად. ასეთ შემთხვევაში საინვესტიციო ფონდის სასარგებლოდ აღებული ისეთი ვალდებულებების შესრულებისას, რომლებიც შესაბამისობაშია კანონმდებლობისა და საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტის მოთხოვნებთან, აქტივების მმართველ კომპანიას წარმოეშობა გაღებული დანახარჯების ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება საინვესტიციო ფონდის ანგარიშიდან.

გერმანულ სამართალთან შედარებით, რომელიც ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ქონებისა და პასუხისმგებლობის სფეროების გამიჯვნის მეშვეობით ინვესტორის დაცვის ფაქტობრივად სრულყოფილ მოდელს გვთავაზობს, ქართულ სამართალში ხარვეზიანი რეგულირება და ინვესტორის დაცვის დაბალი სტანდარტია შემოთავაზებული, რაც კანონმდებლის სათანადო ყურადღებას მოითხოვს.

5. თუ აქტივების მმართველი კომპანია ბრალეულად დაარღვევს მასსა და ინვესტორს შორის დადებული საინვესტიციო ხელშეკრულების საფუძველზე ნაკისრ ვალდებულებებს, ინვესტორს შეუძლია აღძრას სარჩელი შედეგად დამდგარი ზიანის ანაზღაურებაზე საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე მუხლის პირველი ნაწილიდან გამომდინარე.

საინვესტიციო კომპანიასთან მიმართებით

6. იურიდიული პირის ფორმით დაფუძნებული საინვესტიციო ფონდის - საინვესტიციო კომპანიის მიმართ მოქმედებს როგორც საინვესტიციო ფონდების, ასევე საკორპორაციო სამართლის ნორმები, თუმცა კანონმდებლობით პირდაპირ არის გამორიცხული „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის იმ ნორმების მოქმედება, რომლებიც არ არის თავსებადი საინვესტიციო ფონდის არსთან. მიზანშეწონილია, გერმანული კანონმდებლობის ანალოგიურად ქართული კანონმდებლობა დამატებით შეიცავდეს გენერალურ დათქმას, რომლის თანახმად, კანონმდებლობით პირდაპირ განსაზღვრული გამონაკლისების გარდა ყოველ ცალკეულ შემთხვევაში უნდა შეფასდეს საკორპორაციო სამართლის ნორმების გამოყენების მიზანშეწონილობა საინვესტიციო კომპანიის მიმართ.

საინვესტიციო ფონდების თავისებურებებიდან გამომდინარე საინვესტიციო კომპანიაზე არ ვრცელდება საკორპორაციო სამართლის დებულებების საკმაოდ დიდი ნაწილი, რომლებიც ემსახურებიან აქციონერის საკორპორაციოსამართლებრივ დაცვას, თუმცა ეს კომპენსირდება უფრო ძლიერი - ინვესტორის საინვესტიციოსამართლებრივი დაცვით. საინვესტიციო კომპანიის აქციონერი, უპირველეს ყოვლისა, არის ინვესტორი, რომელიც საჭიროებს ინსტიტუციონალიზებულ საინვესტიციოსამართლებრივ დაცვას, ვიდრე ზოგად, მრავალი განსხვავებული ინტერესის მომცველ საკორპორაციოსამართლებრივ დაცვას, რომელიც სათანადოდ არ ითვალისწინებს ინვესტორის საჭიროებებს.

7. საინვესტიციო კომპანია, რომელიც ინვესტორებისგან მოზიდული კაპიტალის სამართავად აქტივების მართვის შესახებ ხელშეკრულების საფუძველზე ნიშნავს გარე აქტივების მმართველ კომპანიას, მას სრული მოცულობით გადასცემს საინვესტიციო ფონდის აქტივების მართვასთან დაკავშირებული საქმიანობის განხორციელების უფლებამოსილებასა და შესაბამის პასუხისმგებლობას. ამასთან „დანიშნა“ არ ნიშნავს, რომ გარე აქტივების მმართველი კომპანია ინიშნება საინვესტიციო კომპანიის ორგანოდ. ასეთ შემთხვევაში მისი როგორც ორგანოს ქმედებები შეერაცხებოდა საინვესტიციო კომპანიას და ის განიხილებოდა არა გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ მართულ საინვესტიციო კომპანიად, არამედ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიად.

გარე აქტივების მმართველმა კომპანიამ საინვესტიციო ფონდის მართვასთან დაკავშირებული საქმიანობა უნდა განახორციელოს არა როგორც საინვესტიციო კომპანიისგან წარმოშობილი, არამედ როგორც საკუთარი ვალდებულება ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის კონსტრუქციის ანალოგიურად. UCITS-ის დირექტივაც არ განასხვავებს ერთმანეთისგან, აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის შემთხვევაში საქმე ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს ეხება თუ საინვესტიციო კომპანიას.

8. ინვესტორსა და გარე აქტივების მმართველ კომპანიას შორის წარმოიშობა კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა. შედეგად, გარე აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ საინვესტიციო ფონდის მართვასთან დაკავშირებული კანონმდებლობით გათვალისწინებული ვალდებულებების ბრალეული დარღვევის

შემთხვევაში ინვესტორს წარმოეშობა ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე მუხლის პირველი ნაწილის შესაბამისად.

9. ინვესტორის დაცვის თვალსაზრისით არაერთ პრობლემას ვხვდებით თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში, ანუ ორმაგი ფუნქციის მქონე წარმონაქმნში, რომელშიც საინვესტიციო ფონდის სტატუსის მატარებელი სქემა და აქტივების მმართველი კომპანია ერთსა და იმავე სამართლის სუბიექტშია გაერთიანებული. თვითმართული საინვესტიციო კომპანია არ წარმოადგენს ჩვეულებრივ სააქციო საზოგადოებას, ის უნდა დაექვემდებაროს სხვადასხვა მოდიფიკაციას საინვესტიციო ფონდების თავისებურებებიდან გამომდინარე. კერძოდ, მიუხედავად იმისა, რომ მას შიდა აქტივების მმართველი კომპანია მართავს, კვლავ მოქმედებს საინვესტიციო ფონდის იდეის განმსაზღვრელი გარე მმართველობის პრინციპი. ინვესტორი, რომელიც ასეთი საინვესტიციო კომპანიის აქციონერს წარმოადგენს, თავის კაპიტალის სამართავად გადასცემს პროფესიონალ მესამე პირს და შედეგად ელოდება, რომ კაპიტალის გონივრულად ინვესტირების შედეგად მიიღებს შესაბამის მოგებას. შესაბამისად, ფონდის მმართველობასთან დაკავშირებული საოპერაციო რისკები მას ტვირთად არ უნდა დააწვეს, არამედ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ანალოგიურად ერთმანეთისგან უნდა გაიმიჯნოს ინვესტორების მიერ გაერთიანებული საინვესტიციო კაპიტალი და თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის საოპერაციო კაპიტალი და შესაბამისი პასუხისმგებლობის სფეროები.

10. თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში ქონების გამიჯვნას მნიშვნელოვნად უწყობს ხელს გერმანული სამართლით გათვალისწინებული კონცეფცია საინვესტიციო კომპანიის აქციებისა და შესაბამისად, კაპიტალის ორ სახეობად - საინვესტიციო და საოპერაციო კაპიტალად დაყოფის თაობაზე. მართალია, გერმანულ კანონმდებლობაში არსებული ორი კაპიტალის ცნება საბოლოოდ მაინც არ უზრუნველყოფს ქონებისა და პასუხისმგებლობის სფეროების სრულყოფილად გამიჯვნას, თუმცა ქართულ სამართალში ასეთ მცდელობასაც ვერ ვხვდებით. თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის ერთიანი კაპიტალის არსებობა ნიშნავს, რომ საინვესტიციო კომპანიის როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის საოპერაციო საქმიანობასთან დაკავშირებული ვალდებულებები შეეხება და შეამცირებს ასევე ინვესტორების მიერ მისაღებ მოგებას.

11. განსაკუთრებით პრობლემურია თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის როგორც შიდა აქტივების მმართველი კომპანიის გადახდისუნარობის ან ლიკვიდაციის შემთხვევის დადგომა. შედეგად, ინვესტორების საინვესტიციო კაპიტალი სრულად იქნება გათვალისწინებული საინვესტიციო კომპანიის სალიკვიდაციო მასაში, რაც უხეშად არღვევს ინვესტორების ინტერესებს და აუცილებელს ხდის საკანონმდებლო რეფორმის გატარებას. ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ანალოგიურად, ინვესტორებისგან შეგროვებული კაპიტალი დაცული უნდა იქნეს საოპერაციო საქმიანობის განმახორციელებელი სუბიექტების საოპერაციო რისკებისგან.

ამდენად, თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში, ერთობლივ საინვესტიციო ფონდსა და გარე მართულ საინვესტიციო კომპანიასთან შედარებით, ინვესტორის დაცვის დაბალი სტანდარტია შემოთავაზებული. ინვესტორის დაცვა და საინვესტიციო სამართლის თავისებურებები გათვალისწინებული უნდა იყოს ნებისმიერ შემთხვევაში, მიუხედავად საინვესტიციო ფონდის სამართლებრივი კონსტრუქციისა. ინვესტორების მიერ შეგროვებული კაპიტალი დაცული უნდა იყოს საინვესტიციო ფონდში მონაწილე სხვა სუბიექტების პასუხისმგებლობებისაგან და ამით დაზღვეულ იქნეს ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურების რისკი.

12. ინვესტორის დაცვის გაუმჯობესებისა და ასევე პრაქტიკული თვალსაზრისით მიზანშეწონილია თვითმართული საინვესტიციო კომპანიის საკორპორაციოსამართლებრივი შინაარსის მატარებელი სადამფუძნებლო შეთანხმება და საინვესტიციოსამართლებრივი შინაარსის მატარებელი სადამფუძნებლო დოკუმენტი ცალ-ცალკე დოკუმენტით განისაზღვროს. შედეგად, მხარეები საკორპორაციოსამართლებრივი ურთიერთობის მიღმა საინვესტიციოსამართლებრივი მიზნებისთვის დამატებით გააფორმებენ საინვესტიციო ხელშეკრულებას, რომლის ძირითად შემადგენელ ნაწილს სადამფუძნებლო დოკუმენტი წარმოადგენს. ამ ხელშეკრულებიდან გამომდინარე საინვესტიციოსამართლებრივი ვალდებულებების ბრალეული დარღვევისას კი ინვესტორს წარმოეშობა ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 394-ე მუხლის და მომდევნო მუხლების შესაბამისად, რაც მას გაცილებით მეტ თავისუფლებას სთავაზობს მისი დარღვეული უფლებების აღდგენის თვალსაზრისით, ვიდრე საკორპორაციოსამართლებრივი მექანიზმები.

თუმცა ამ გადაწყვეტის გამოყენება მხოლოდ იმ შემთხვევაში იქნება გამართლებული, თუ თვითმართულ საინვესტიციო კომპანიაში უზრუნველყოფილი იქნება ზემოთაღწერილი ინვესტორებისგან შეგროვებული კაპიტალისა და საინვეტიციო კომპანიის საოპერაციო კაპიტალის ერთმანეთისგან გამიჯვნა. წინააღმდეგ შემთხვევაში კოლექტიური ზიანის შემთხვევაში საინვესტიციო კომპანია ვალდებული იქნება თავის თავს აუნაზღაუროს ზიანი, რაც ინვესტორების როგორც აქციონერების ფინანსურ მდგომარეობას არ შეცვლის, ხოლო ინდივიდუალური ზიანის შემთხვევაში, ერთი კონკრეტული ინვესტორისთვის ზიანის ანაზღაურებით შემცირდება საინვესტიციო კომპანიის კაპიტალი, რაც პროპორციულად შეამცირებს ყველა სხვა ინვესტორის ერთეულების ღირებულებას.

აქტივების მმართველ კომპანიასთან მიმართებით

13. შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ფორმით დაფუძნებული აქტივების მმართველი კომპანიის შემთხვევაშიც გათვალისწინებული უნდა იქნეს სამეთვალყურეო საბჭოს ფორმირების ვალდებულება, რათა ასეთ შემთხვევაშიც არსებობდეს დამატებითი შიდა რგოლი ინვესტორის დაცვის ეფექტური ზედამხედველობისა და კონტროლის მიზნით.

14. მნიშვნელოვანია ე.წ. ოთხი თვალის პრინციპის კანონმდებლობით გათვალისწინება. UCITS-ის დირექტივით გათვალისწინებული ამ პრინციპის თანახმად, აქტივების მმართველ კომპანიას სულ მცირე ორი ხელმძღვანელი პირი უნდა ყავდეს, რომლებიც ერთობლივად მიიღებენ საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებულ გადაწყვეტილებებს და ამავდროულად განახორციელებენ ერთმანეთის ურთიერთკონტროლს.

15. აქტივების მმართველი კომპანიისთვის საზედამხედველო ორგანოს მიერ ან სხვა საფუძვლით ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის მართვის უფლებამოსილების შეწყვეტის შემთხვევაში მართვის უფლებამოსილება უნდა გადავიდეს სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე, როგორც ამას გერმანული კანონმდებლობა ითვალისწინებს. აღნიშნულის არგუმენტს წარმოადგენს ის გარემოება, რომ ერთობლივ საინვესტიციო ფონდს არ გააჩნია საკუთარი სამართალსუბიექტობა და უფლებაუნარიანობა და შესაბამისად, ის ვერ მიიღებს გადაწყვეტილებას ახალი აქტივების მმართველი კომპანიის დანიშვნის თაობაზე, შესაბამისი გადაწყვეტილების

ინვესტორებზე მინდობა კი პრაქტიკულ სირთულეებთან იქნება დაკავშირებული. სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე მართვის უფლებამოსილების გადასვლის შემთხვევაში კანონმდებლობით უნდა განისაზღვროს, რომ ის მიიღებს გადაწყვეტილებას საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდაციის შესახებ და შესაბამის თანხას გაანაწილებს ინვესტორებზე ან საზედამხედველო ორგანოს თანხმობით დანიშნავს სხვა აქტივების მმართველ კომპანიას.

16. მნიშვნელოვანია UCITS-ის დირექტივიდან გამომდინარე და გერმანული სამართლის მაგალითის გათვალისწინებით ქართულმა კანონმდებლობამაც გაითვალისწინოს აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულება საინვესტიციო ფონდის ერთეულების ღირებულების არასწორად დაანგარიშების, ინვესტიციის ზღვრების ან აქტივების შეძენის წინაპირობების დარღვევის შემთხვევაში შეიმუშავოს და განახორციელოს ამის შედეგად დაზარალებული ინვესტორებისთვის ზიანის ანაზღაურების პროცედურა. ინვესტორებს კვლავ შეეძლიათ თავიანთი მოთხოვნების სამოქალაქოსამართლებრივი წესით განხორციელება, თუმცა ეს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ასეთი შეცდომის დაშვების შესახებ ინფორმაციის არქონის გამო ნაკლებად სავარაუდოა. აღნიშნული რეგულირება მნიშვნელოვნად ზრდის ინვესტორის დაცვის სტანდარტს აქტივების მმართველი კომპანიის მიერ ვალდებულებების არაჯეროვნად შესრულების შემთხვევაში.

17. ქართულმა კანონმდებლობამ აქტივების მმართველ კომპანიას უნდა აუკრძალოს UCITS-ის ანგარიშზე ე.წ. Short Selling-ის განხორციელება. აღნიშნული გულისხმობს ისეთი ფასიანი ქაღალდების, ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების, საინვესტიციო ფონდის ერთეულებისა თუ დერივატივების გაყიდვას, რომლებსაც საინვესტიციო ფონდი შესაბამისი გარიგების დადებისას ჯერ კიდევ არ ფლობს, იმ განზრახვით, რომ აქტივების მმართველი კომპანია მათ მოგვიანებით შეიძენს შედარებით დაბალ ფასად და ამით გამოიმუშავებს მოგებას. ამ ტიპის გარიგებები განსაკუთრებით სპეკულაციურია და შესაძლოა მნიშვნელოვანი დანაკარგები გამოიწვიოს, შესაბამისად, ზრდის ინვესტიციის დაკარგვის/გაუფასურებისა და ლიკვიდობის რისკებს.

სპეციალიზებულ დეპოზიტართან მიმართებით

18. სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მასზე დაკისრებული ფუნქციების, საინვესტიციო ფონდის აქტივების შენახვისა და აქტივების მმართველი კომპანიის საქმიანობის მართლზომიერების კონტროლის, ეფექტურად განსახორციელებლად UCITS-ის დირექტივიდან გამომდინარე გათვალისწინებული უნდა იქნეს სპეციალური მოთხოვნები ხელმძღვანელი პირების კვალიფიციურობასა და კეთილსინდისიერებასთან დაკავშირებით. ამასთან, საკმარისი იქნება, ხელმძღვანელი ორგანო კოლექტიურად ფლობდეს სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობისთვის საჭირო სპეციფიურ ცოდნასა და გამოცდილებას.

19. სპეციალიზებული დეპოზიტარის კანონმდებლობითა და დეპოზიტარული მომსახურების შესახებ ხელშეკრულებით დაკისრებული ვალდებულებების სათანადოდ შესრულების კონტროლი დამოუკიდებელი აუდიტორის მიერ, როგორც ეს გერმანული კანონმდებლობით არის განსაზღვრული, მნიშვნელოვნად შეუწყობს ხელს საზედამხედველო ორგანოს მისი ზედამხედველობის ეფექტურად განხორციელებაში და ამდენად, მიზანშეწონილია ამ მექანიზმის ქართულ კანონმდებლობაში დანერგვა. დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა უნდა აღწერდეს სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მისი ფუნქციების შესრულებისთვის შემუშავებულ პროცედურებს და აფასებდეს მათ მიზანთან შესაბამისობას, ასევე შეიცავდეს ინფორმაციას არსებითი მნიშვნელობის მოვლენებისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მათზე რეაგირების შესახებ და სხვა.

20. საზედამხედველო ორგანოს გადაწყვეტილების შემთხვევაში, რომლის თანახმად სპეციალიზებული დეპოზიტარი აღარ აკმაყოფილებს მოთხოვნებს დეპოზიტარული მომსახურების გასაწევად, უნდა მოხდეს მისთვის არა უფლებამოსილების შეწყვეტა, არამედ მეტად რაციონალური იქნება გერმანული სამართლის მაგალითის გაზიარება, რომელის თანახმად, აქტივების მმართველ კომპანიას ევალება შეცვალოს სპეციალიზებული დეპოზიტარი განსაზღვრულ ვადაში. შედეგად, თავიდან არის არიდებული საინვესტიციო ფონდის სპეციალიზებული დეპოზიტარის გარეშე დარჩენის ალბათობა. აღნიშნული პოზიტიურ გავლენას იქონიებს საინვესტიციო ფონდის ფუნქციონირებასა და ინვესტორის ინტერესების დაცვაზე.

21. სპეციალიზებულ დეპოზიტარს ინვესტორების პარალელურად უნდა მიენიჭოს საპროცესო უფლებამოსილება და ვალდებულება, საკუთარი სახელით განხორციელოს ინვესტორების კოლექტიური მოთხოვნები აქტივების მმართველი კომპანიის წინააღმდეგ ამ უკანასკნელის მიერ კანონისმიერი ან სახელმწიკრულებო ვალდებულებების დარღვევის შემთხვევაში. ინვესტორის მოტივაცია და უნარები, გააკონტროლოს აქტივების მმართველი კომპანია, პროპორციულად არის დამოკიდებული მისი ინვესტიციის სიდიდეზე. აღნიშნულს ემატება ის გარემოება, რომ მას, როგორც წესი, არ გააჩნია საკმარისი ცოდნა, მტკიცებულებები და გამოცდილება საიმისოდ, რომ თვითონ იზრუნოს მოთხოვნების სასამართლო წესით განხორციელებაზე. სპეციალიზებული დეპოზიტარისთვის საპროცესო წარმომადგენლობის მინიჭება წარმოადგენს მასზე დაკისრებული აქტივების მმართველი კომპანიის კონტროლის ვალდებულების ერთ-ერთ გამოვლინებას.

22. UCITS-ის დირექტივის 24-ე მუხლის მე-5 პუნქტიდან გამომდინარე ინვესტორს უნდა მიენიჭოს უშუალო უფლებამოსილება აღძვას სარჩელი სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ მასზე დაკისრებული ვალდებულებების დარღვევის შემთხვევაში. ამასთან, ინვესტორის ეს უფლებამოსილება არ უნდა იყოს დამოკიდებული UCITS-ის სამართლებრივ ფორმაზე ან ინვესტორს, აქტივების მმართველ კომპანიასა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის არსებული სამართლებრივი ურთიერთობის შინაარსზე. ამდენად, დირექტივასთან შეუსაბამოა ქართული კანონმდებლობის გადაწყვეტა, რომელიც სპეციალიზებული დეპოზიტარის წინააღმდეგ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის განხორციელების უფლებამოსილებას ანიჭებს მხოლოდ აქტივების მმართველ კომპანიას, ხოლო ინვესტორს მხოლოდ დერივაციული სარჩელის აღძვრის უფლებამოსილებით აღჭურავს იმ შემთხვევაში, თუ აქტივების მმართველი კომპანია მის ამ ვალდებულებას არ შეასრულებს.

ინვესტორსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარს შორის მყარდება კანონისმიერი ვალდებულებითი ურთიერთობა, რომელიც გამომდინარეობს სპეციალიზებულ დეპოზიტარზე კანონმდებლობით დაკისრებული ვალდებულებიდან, მისი ფუნქციების განხორციელებისას იმოქმედოს მხოლოდ ინვესტორის საუკეთესო ინტერესების სასარგებლოდ. შესაბამისად, სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიერ მასზე კანონმდებლობით დაკისრებული ვალდებულებების დარღვევით ზიანი

ადგება და ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უშუალო სუბიექტი უნდა იყოს ინვესტორი.

ინფორმაციის მიწოდების ვალდებულებებთან მიმართებით

23. პროსპექტში განსახორციელებელ ცვლილებებთან მიმართებით იმავე პროცედურის არსებობა, რაც საინვესტიციო ფონდის სადამფუძნებლო დოკუმენტთან მიმართებით არის გათვალისწინებული და გულისხმობს საზედამხედველო ორგანოს წინასწარ თანხმობას, რის შემდეგაც განსახორციელებელი ცვლილებები ძალაში შესვლამდე წინასწარ უნდა გამოქვეყნდეს საჯაროდ 2 თვის ვადით, შეუსაბამო პროსპექტის არსთან და არაერთ პრაქტიკულ სირთულესთან იქნება დაკავშირებული. სადამფუძნებლო დოკუმენტის შემთხვევაში აღნიშნული პროცედურა გამართლებულია, ვინაიდან ის წარმოადგენს საინვესტიციო ხელშეკრულების/სადამფუძნებლო შეთანხმების შემადგენელ ნაწილს და შესაბამისად, მისი ცვლილების სამოქალაქოსამართლებრივი ქმედითობისთვის ინვესტორებს, როგორც სამართლებრივი ურთიერთობის მხარეებს უნდა მიეწოდოთ შესაბამისი ინფორმაცია და ჰქონდეთ ამ ცვლილებებზე უარის განცხადების შესაძლებლობა, რაც მათი მხრიდან საინვესტიციო ფონდიდან გასვლაში შეიძლება გამოიხატოს. პროსპექტი კი საინვესტიციო ხელშეკრულების/სადამფუძნებლო შეთანხმების შემადგენელ ნაწილს არ წარმოადგენს, არამედ ის არის მხოლოდ საინფორმაციო საშუალება, რომელიც ემსახურება ინვესტორის ინფორმირების ვალდებულების შესრულებას.

გარდა ამისა, პროსპექტის შინაარსის არსებით შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს ინვესტიციასთან დაკავშირებული შანსებისა და რისკების დეტალურად წარმოჩენა და შეჯამების სახით საინვესტიციო ფონდის ზოგადი რისკის პროფილის აღწერა. აღნიშნული ინფორმაცია შეიძლება სწრაფად შეიცვალოს სხვადასხვა გარე ფაქტორის ზეგავლენით, რამაც მყისიერი ასახვა უნდა ჰპოვოს პროსპექტში. რისკის პროფილის ცვლილებასთან ერთად შესაბამის ცვლილებებს საჭიროებს ასევე საინვესტიციო ფონდის სტრატეგია, რომელიც ასევე დეტალურად უნდა იყოს წარმოდგენილი პროსპექტში. მათი ცვლილების ხანგრძლივი პროცედურა მოკლებულია ლოგიკურ საფუძვლებს, რაც მნიშვნელოვნად შეაფერხებს აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის ეფექტურ საქმიანობას.

24. ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვის თვალსაზრისით მნიშვნელოვანია, რომ ქართული კანონმდებლობა შეიცავდეს პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის განმსაზღვრელ სპეციალურ ნორმას. ასეთი სპეციალური ნორმის არარსებობა არ გამორიცხავს შესაბამისი მოთხოვნის განხორციელებას ზოგად სამოქალაქოსამართლებრივ ნორმებზე დაყრდნობით (*culpa in contrahendo* - §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB; სსკ-ის 317-ე მუხლის მე-2 ნაწილი), თუმცა ასეთი ნორმების არსებობა ზრდის ინვესტორის ყურადღებას სამართალდარღვევებზე რეაგირების თვალსაზრისით და წარმოადგენს მისთვის დამატებით მოტივაციას, იზრუნოს მისი დაზიანებული ინტერესების აღდგენაზე. ამავდროულად, მათი მეშვეობით კანონმდებელი ზუსტად განსაზღვრავს პასუხისმგებლობის წინაპირობებსა და სამართლებრივ შედეგებს, რათა გამოწვევებზე მოხდეს ერთგვაროვანი რეაგირება და დაბალანსებულად იქნეს გათვალისწინებული ბაზრის მონაწილეების ურთიერთსაპირისპირო ინტერესები.

ერთეულების გამოსყიდვის მოთხოვნის უფლებასთან მიმართებით

25. საინვესტიციო ფონდების ლიკვიდობის მართვის გაუმჯობესების მიზნით მიზანშეწონილია IOSCO-სა და FSB-ის რეკომენდაციების გათვალისწინება, რაც გულისხმობს განსაზღვრული ვადის (არაუმეტეს ერთი თვისა) დაწესებას, რომლის დაცვითაც ინვესტორმა უნდა განაცხადოს აქტივების მმართველი კომპანიის/საინვესტიციო კომპანიის წინაშე მისი ნება ერთეულების გამოსყიდვის თაობაზე.

ამავე ორგანიზაციების რეკომენდაციების თანახმად საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდობის მართვას ემსახურება ასევე ე.წ. *redemption gates*, რაც გულისხმობს ერთეულების გამოსყიდვის შეზღუდვას, თუ ინვესტორების მოთხოვნების შედეგად განსახორციელებელი ფულადი გადახდები მიაღწევს წინასწარ განსაზღვრულ გარკვეულ ოდენობას და შედეგად, საინვესტიციო ფონდის აქტივების ლიკვიდობიდან გამომდინარე ერთეულების გამოსყიდვა აღარ შეესაბამება ინვესტორთა პუბლიკის ინტერესებს. ამ მექანიზმის ხანგრძლივობა შეზღუდულია 15 სამუშაო დღეზე, თუმცა მიიჩნევა, რომ რამდენიმე დღეც საკმარისია საინვესტიციო ფონდის მიერ სათანადო ლიკვიდობის შესაქმნელად და ერთეულების გამოსყიდვის აღსასრულებლად.

26. მიზანშეწონილია, ქართული კანონმდებლობით გათვალისწინებულ იქნეს ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების პერიოდში ახალი ერთეულების გამოშვების აკრძალვა. მართალია, ახალი ერთეულების გამოშვება დაეხმარებოდა საინვესტიციო ფონდს ლიკვიდობის მართვაში, თუმცა ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერების გამომწვევი გარემოებებიდან გამომდინარე, ვერ იქნება უზრუნველყოფილი ახალი ერთეულების გამოშვების ფასის სწორად განსაზღვრა. შედეგად, ახალი ერთეულების ფასი იქნება შეუსაბამოდ მაღალი ან დაბალი, რაც დააზიანებს ახალი ან არსებული ინვესტორების ინტერესებს.

27. ინვესტორის უფლება საინვესტიციო ფონდის ერთეულების გამოსყიდვაზე მის ერთ-ერთ ფუნდამენტურ უფლებას წარმოადგენს საინვესტიციო ფონდში, რომელიც აზღვევს მისი ლიკვიდობის რისკს. ამდენად, შესაბამისი წინაპირობების არსებობის შემთხვევაში ამ უფლების შეჩერებისას აუცილებელია მისი ყოვლისმომცველი ინფორმირება როგორც პროცესის შეჩერების, ასევე განახლების შესახებ. ერთეულების გამოსყიდვის პროცესის შეჩერებისა და განახლების შესახებ ინფორმაცია უნდა გასაჯაროვდეს ინვესტორისთვის ინფორმაციის მიწოდების ჩვეული გზებით, ამასთან, მიზანშეწონილია, ინვესტორებს მიეწოდოთ ინფორმაცია ინფორმაციის ხანგრძლივი მატარებლების მეშვეობით. გერმანულ სამართალში დამკვიდრებული ამ მიდგომის თანახმად, აღნიშნული აუცილებელია, რამდენადაც საშუალო ინვესტორი, როგორც წესი, არ ეცნობა საჯარო წყაროებში გამოქვეყნებულ ინფორმაციას.

ბიბლიოგრაფია

ნორმატიული წყაროები

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი, საქართველოს პარლამენტი, გამოქვეყნების წყარო: ვებგვერდი, გამოქვეყნების თარიღი: 22/07/2020.

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი, საქართველოს პარლამენტი, გამოქვეყნების წყარო: ვებგვერდი, გამოქვეყნების თარიღი: 16/08/2013, ძალის დაკარგვის თარიღი: 19/10/2020.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი, საქართველოს პარლამენტი, გამოქვეყნების წყარო: სსმ, 1(8), გამოქვეყნების თარიღი: 14/01/1999.

საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი, საქართველოს პარლამენტი, გამოქვეყნების წყარო: პარლამენტის უწყებანი, 31, გამოქვეყნების თარიღი: პარლამენტის უწყებანი, 24/07/1997.

„მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონი, საქართველოს პარლამენტი, გამოქვეყნების წყარო: ვებგვერდი, გამოქვეყნების თარიღი: 04/08/2021.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 22 სექტემბრის ბრძანებით №167/04 დამტკიცებული „აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესი“.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 22 სექტემბრის ბრძანებით №168/04 დამტკიცებული „სპეციალიზებული დეპოზიტარის საქმიანობის წესი“.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 22 სექტემბრის ბრძანებით №170/04 დამტკიცებული „საინვესტიციო ფონდის ავტორიზაციის, რეგისტრაციის, აღიარებისა და რეგულირების წესი“.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2018 წლის 30 ნოემბრის ბრძანებით N 259/04 დამტკიცებული „დაგროვებითი საპენსიო სქემის სპეციალიზებული დეპოზიტარის მარეგულირებელი წესი“.

Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS Directive).

Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (AIFM Directive).

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 of 17 December 2015 supplementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council with regard to obligations of depositaries.

Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision.

Commission Directive 2010/43/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company.

Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions.

Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.

Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG), Deutscher Bundestag, 16. April 1957 BGBl 1957 I S. 378, aufgehoben: 15. Dezember 2003 BGBl. I S. 2676.

Investmentgesetz (InvG), Deutscher Bundestag, 15. Dezember 2003 BGBl. I S. 2676; aufgehoben: 04. Juli. 2013 BGBl. I S. 1981.

Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Deutscher Bundestag, 4. Juli 2013, BGBl. I S. 1981.

Aktiengesetz (AktG), Deutscher Bundestag, 6. September 1965, BGBl. I S. 1089.

Bürgerliches Gesetzbuch BGB, Deutscher Bundestag, 2. Januar 2002, BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738.

Verordnung über Inhalt, Umfang und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentkommanditgesellschaften sowie über die Bewertung der zu dem Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenstände (Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und -Bewertungsverordnung - KARBV), Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 16. Juli 2013 (BGBl. I S. 2483).

ქართულენოვანი ლიტერატურა

ბურდული, ირაკლი/ მახარობლიშვილი, გიორგი/ თოხაძე, ანა/ ზუბიტაშვილი, ნონა/ ალადაშვილი, გიორგი/ მალრაძე, გვანცა/ ეგნატაშვილი, დემეტრე, საკორპორაციო სამართალი, მე-2 გამოცემა, გამომცემლობა „იურისტების სამყარო“, თბილისი 2022.

ბურდული, ირაკლი/ ჩიტაშვილი, ნათია, მნიშვნელოვანი საფუძველით პარტნიორის გარიცხვა შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებიდან, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 9/2020, 1-14.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, კაპიტალის ბაზრის განვითარების ჯგუფი - საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2016.

ხელმისაწვდომია

ქვემოთ:

http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf

კოკია, ლევან, საინვესტიციო ფონდების სამართლებრივი რეგულირება საქართველოში და მისი სრულყოფის ზოგიერთი საკითხი, მართლმსაჯულება და კანონი N 1 (44) 2015, 123-133.

ლატარია, ზურაბ, თანამედროვე კორპორაციის ფინანსური მენეჯმენტის პარადიგმის ფორმირების კონცეფციური ასპექტები, სოციალური ეკონომიკა - XXI საუკუნის აქტუალური პრობლემები, 4/2012, 101-110.

საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ კომენტარი, ხელმისაწვდომია ქვემოთ:
<https://gccc.tsu.ge/>

ჭანტურია, ლადო (რედ.), სამოქალაქო კოდექსის კომენტარი, წიგნი I, თბილისი 2017.

ჭანტურია, ლადო (რედ.), საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის კომენტარი, წიგნი IV, ტომი I, გამომცემლობა „სამართალი“, თბილისი 2001.

ხავთასი, თამარ, ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის შემთხვევაში, შედარებითი სამართლის ქართულ-გერმანული ჟურნალი 5/2022, 58-77.

უცხოენოვანი ლიტერატურა

Adami, Manfred, Grundlagen der Geschäftspolitik amerikanischer Mutual Funds, Diss. Hamburg 1969.

Apathy, Peter/Iro, Gert/Koziol, Helmut (Hrsg.), Österreichisches Bankvertragsrecht, Band 6, 2. Auflage, Verlag „Springer Vienna“, Wien 2007.

Assmann, Heinz-Dieter, Überlagerung und Komplementierung des Aktienrechts nach dem Aktiengesetz 1965 durch Kapitalmarktrecht, Die Aktiengesellschaft (AG) 17/2015, 597-613.

Assmann, Heinz-Dieter, Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) 2/1989, 49-63.

Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A. (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2015.

Assmann, Heinz-Dieter/ Schütze, Rolf A./ Buck-Heeb, Petra (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2020.

Assmann, Heinz-Dieter/ Wallach, Edgar/ Zetzsche, Dirk A. (Hrsg.), KAGB, Kapitalanlagegesetzbuch, Kommentar: KAGB, ELTIF-VO, EuSEF-VO, EuVECA-VO, MMF-VO, PRIIP-VO, DerivateV, Verlag „Dr. Otto Schmidt“, Köln 2022.

Baas, Volker/ Buck-Heeb, Petra/ Werner, Stefan (Hrsg.), Anlegerschutzgesetze, Kunden- und Anlegerschutz im Bank- und Investmentrecht, Verlag „De Gruyter“, Berlin/Boston 2019.

BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", Geschäftszeichen Q 31-Wp 2137-2013/0006, 14.06.2013.

BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Auslegungsentscheidung zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft, Geschäftszeichen WA 41-Wp 2100-2016/0001, 21.12.2017.

BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Rundschreiben 08/2015 (WA) - Aufgaben und Pflichten der Verwahrstelle nach Kapitel 1 Abschnitt 3 des Kapitalanlagegesetzbuches, Geschäftszeichen WA 41-Wp 2137-2013/0068, 07.10.2015.

BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Rundschreiben 01/2017 (WA) - Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KAMaRisk), 10.01.2017.

Bähr, Johannes, Die Entstehung des Investmentwesens: Von den Anfängen bis zur Einführung in der Bundesrepublik, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 21/2010, 1160-1163.

Barocka, Egon, Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, eine volkswirtschaftliche und rechtspolitische Betrachtung, Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart 1956.

Bartsch, Meinhard, Effektives Kapitalmarktrecht, Zur Rechtsfolgende der Richtlinien im Europäischen Kapitalmarktrecht, Diss. Augsburg 2005.

Baur, Jürgen, Investmentgesetze, Kommentar, 2. Auflage, Verlag „De Gruyter“, Berlin/New York 1997.

Baur, Jürgen/ Tappen, Falko/ Mehrkhah, Elnaz/ Behme, Casper (Hrsg.), Investmentgesetze, Großkommentar, 4. Auflage, Verlag „De Gruyter“, Berlin/Boston 2020.

Beckmann, Klaus/ Scholtz, Rolf-Detlev/ Vollmer, Lothar (Hrsg.), Investment, Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2017.

Behrens, Gary A., Risikokapitalbeschaffung und Anlegerschutz im Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, Verlag „Lit“, Hamburg 2003.

Berger, Hanno/ Steck, Kai-Uwe/ Lübbehüsen, Dieter (Hrsg.), Investmentgesetz (InvG), Investmentsteuergesetz (InvStG), Kommentar, Verlag „C.H. Beck“, München 2010.

Boos, Karl-Heinz/ Fischer, Reinfrid/ Schulte-Mattler, Hermann (Hrsg.), Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften – KWG, CRR, 5. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2016.

Böhme, Andreas, BB 2014, Die Vertretung der extern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft, Betriebs-Berater (BB) 40/2014, 2380-2385.

Brinkhaus, Josef/ Scherer, Peter (Hrsg.), Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG), Auslandsinvestmentgesetz (AuslInvestmG), Verlag „C.H. Beck“, München 2003.

Buck-Heeb, Petra, Entwicklung und Perspektiven des Anlegerschutzes, JuristenZeitung (JZ) 6/2017, 279-288.

Buck-Heeb, Petra, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage, Verlag „C.F. Müller“, Heidelberg 2020.

Buck-Heeb, Petra, Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz, Befund und Auswirkungen auf das Recht der Anlageberatung, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 176/2012, 66-95.

Buck-Heeb, Petra/ Dieckmann, Andreas, Grundlagen der Prospekthaftung Inhalt, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 184/2020, 646-685.

Bultmann, Friedrich/ Hoepner, Olaf/ Lischke, Peter, Anlegerschutzrecht, Verlag „C.H. Beck“, München 2009.

Bußalb, Jean Pierre/ Unzicker, Ferdinand, Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2012, 309-319.

Chronologie der Investmentfondsanlage. ხელმისაწვდომია ქვემოთ:
http://www.sbfinanz.de/_downloads/2010_09_28_IF-Geschichte.pdf

Caprio, Gerard/ Honohan, Patrick, World Bank Policy Research Report, Finance for growth: Policy Choices in a Volatile World, 2001.

Campbell, Nicole/ Mächler, Henny, Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteter Investmentaktiengesellschaft, Working Paper Series No. 101, Goethe-Universität Frankfurt 04/2009.

Canaris, Claus-Wilhelm, Bankvertragsrecht, 2. Auflage, Verlag „De Gruyter“, Berlin/New York 1981.

CESR – The Committee of European Securities Regulators, CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, 2002.

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final, Brussels, 30.9.2015.

Communication from the Commission to the European Parliament pursuant to the second subparagraph of Article 251(2) of the EC Treaty concerning the common position of the Council on the adoption of a Directive of the European Parliament and the Council amending Directive 85/611/EEC 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, SEC/2001/1004 final, COD/1998/0242.

Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Januar 1997.

Deutscher Bundestag, Drucksache 14/4595, Entwurf eines Gesetzes zur Reform der gesetzlichen Rentenversicherung und zur Förderung eines kapitalgedeckten Altersvorsorgevermögens (Altersvermögensgesetz – AVmG), 14.11.2000.

Deutscher Bundestag, Drucksache 17/12294, Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG), 06.02.2013.

Deutscher Bundestag, Drucksache 19/17139, Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien und zur Anpassung des Wertpapierhandelsgesetzes an die Unterrichts- und Nachweispflichten nach den Artikeln 4a und 10 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, 12.02.2020.

Deutscher Bundestag, Drucksache 18/1305, Entwurf eines Gesetzes zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes, 05.05.2014.

Deutscher Bundestag, Drucksache 16/5576, Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz), 11.06.2007.

Deutscher Bundestag, Drucksache 12/3377, Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen und anderer Vorschriften über Kreditinstitute, 08.10.1992.

Deutscher Bundestag, Drucksache 17/4510, Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsetzungsgesetz – OGAW-IV-UmsG), 24.01.2011.

Deutscher Bundestag, Drucksache 18/10936, Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG), 23.01.2017.

Deutscher Bundestag, Drucksache 7/3657, Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen, 20.05.1975.

Deutscher Bundestag, Drucksache 11/5411, Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Vorschriften über gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (Investment-Richtlinie-Gesetz).

Deutscher Bundestag, Drucksache 15/1553, Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz).

Dehio, Andreas, Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust? Ein Vergleich der Grundlagen des deutschen und US-amerikanischen Investmentrechts, Verlag „Dr. Kovac“, Hamburg 2016.

Derleder, Peter/ Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 2, 3. Auflage, Verlag „Springer“, Berlin/Heidelberg 2017.

Dornseifer, Frank/ Jesch, Thomas A./ Klebeck, Ulf/ Tollmann, Claus (Hrsg.), AIFM-Richtlinie, Kommentar, München 2013.

Dornseifer, Frank, Die Neugestaltung der Investmentaktiengesellschaft durch das Investmentänderungsgesetz, Die Aktiengesellschaft (AG) 2008, 53-67.

Donalies, Andrea, Anlegerschutz bei Investmentfonds, Eine Analyse schutzwürdiger Anlegerinteressen und deren Umsetzung im Rahmen der Regulierung von Investmentfonds, Verlag „Dr. Kovac“, Hamburg 2016.

Duisenberg, Willem F., The Role of Financial Markets for Economic Growth, BIS Review 48/2001, 1-6.

Eckhold, Thomas, Privatrechtliche Konsequenzen unerlaubter Investmentgeschäfte, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) 2016, 102-121.

Ebner, Christian/ Lütke-Uhlenbrock, Christian, Unternehmensaktien von InvAG als Steuersubjekt der Körperschaftsteuer nach dem AIFM-StAnpG, Recht der Finanzinstrumente (RdF) 2014, 292-299.

Ebner Von Eschenbach, Hans-Christoph, Die Rechte des Anteilsinhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Diss. Nürnberg 1959.

Ekkenga, Jens, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, eine vergleichende Studie zum europäischen, deutschen und britischen Bilanz-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 1998.

Einsele, Dorothee, Bank- und Kapitalmarktrecht, Nationale und Internationale Bankgeschäfte, 5. Auflage, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2022.

Einsele, Dorothee, Der Anlegerschutz bei der Investmentaktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (AG) 2011, 141-154.

Emde, Thomas/ Dornseifer, Frank/ Dreibus, Alexandra/ Hölscher, Luise (Hrsg.), InvG Investmentgesetz, Kommentar, Verlag „C.H. Beck“, München 2013.

Emde, Thomas/ Dornseifer, Frank/ Dreibus, Alexandra (Hrsg.), KAGB, Kapitalanlagegesetzbuch: Kommentar, 2. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2019.

Engert, Andreas, Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht - Ökonomische und rechtliche Struktur des Publikums-Investmentfonds, 2008.

Engert, Andreas, Kapitalanlagegesellschaften sind keine Banken: Die Ausgliederung der kollektiven Vermögensverwaltung aus dem Kreditwesengesetz, Der Konzern 2007, 477-487.

ESMA - European Securities and Markets Authority, Questions and Answers, Application of the AIFMD, ESMA34-32-352, March 2023.

ESMA - European Securities and Markets Authority, Discussion Paper: Share classes of UCITS, ESMA/2014/1577, December 2014.

ESMA - European Securities and Markets Authority, Guidelines on key concepts of the AIFMD, ESMA/2013/611, August 2013.

ESMA - European Securities and Markets Authority, Technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive, Final report, ESMA/2011/379, 16. November 2011.

ESMA - European Securities and Markets Authority, Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive, ESMA/2016/575, 14. October 2016.

FLeischer, Holger/ Merkt, Hanno, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten F/G zum 64. Deutschen Juristentag, Verlag „C.H. Beck“, München 2002.

Fleischer, Holger/ Schmolke, Klaus Ulrich, Klumpenrisiken im Bankaufsichts-, Investment- und Aktienrecht, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 173/2009, 649–688.

FSB - Financial Stability Board, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, 12.1.2017.

Fink, Matthew P, The Rise of Mutual Funds: An Insider's View, 2nd Edition, Oxford University Press 2011.

Fischer, Carsten, Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive, Verlag „Peter Lang“, Berlin 2008.

Fischer, Carsten/ Friedrich, Till, Investmentaktiengesellschaft und Investmentkommanditgesellschaft unter dem Kapitalanlagegesetzbuch, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) 2013, 153-163.

Franke, Günter/ Hax, Herbert, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Auflage, Verlag „Springern“, Heidelberg 2009.

Franklin, Allen/ Douglas, Gale, A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the USA, European Economic Review 39/1995, 179-209.

Fürbaß, Jan, Das Investmentsondervermögen. Ein Plädoyer für die Schaffung eines genuinen Fondsvehikels durch rechtliche Verselbständigung, Verlag „Drucker & Humblot“, Berlin 2016.

Gehwald, Markus/ Naumann, Stefan (Hrsg.), Investmentfonds – eine Branche positioniert sich, 1. Auflage, Verlag „Gabler“, Wiesbaden 2011.

Gläbe, Rüdiger, der Schutz der Zertifikats-Inhaber von Investmentgesellschaften, Verlag „Hain“, Meisenheim am Glan 1975.

Graulich, Wilhelm, Die Rechtsverhältnisse der Sondervermögen (Investmentfonds) nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften im Vergleich zu den Rechtsverhältnissen anderer Sondervermögen des Privatrechts, Verlag „Gouder & Hansen“, Köln 1968.

Gringel, Christoph, Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, Verlag „Nomos“, Baden-Baden 2009.

Goetzmann, William N./ Rouwenhorst, K. Geert (Eds.), The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets, Oxford University Press 2005.

Habersack, Mathias/ Mülbart, Peter, O./ Nobbe, Gerd/ Wittig, Arne (Hrsg.), Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft, AGB in der Kreditwirtschaft, Bankrechtstag 2010, Berlin 2011.

Habersack, Mathias/ Mülbart, Peter, O./ Schlitt, Michael (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2020.

Hartmann, Alexander, Ökonomie des Investmentsparens, eine Analyse für die Bundesrepublik Deutschland unter Berücksichtigung des Investmentrechts in Japan, Verlag „Nomos“, Baden-Baden 1990.

Holzborn, Timo (Hrsg.), Wertpapierprospektgesetz. WpPG; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar, 2. Auflage, Verlag „Erich Schmidt“, Berlin 2014.

Hopt, Klaus J. Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, Verlag „C.H. Beck“, München 1975.

Hopt, Klaus J., Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? Gutachten zum 51. Deutschen Juristentages, Band I, Verlag „C.H. Beck“, München 1976.

Hopt, Klaus J./ Veil, Rüdiger/ Kämmerer, Jörn Axel (Hrsg.), Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2008.

Horst, Peter Michael, Kapitalanlegerschutz, Haftung bei Emission und Vertrieb von Kapitalanlagen, Eine juristische ökonomische Analyse, Verlag „Florentz“, München 1987.

Immenga, Ulrich, Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und institutionelle Anleger, Verlag „Mohr“, Tübingen 1971.

Immenga, Ulrich, Ordnungspolitische Möglichkeiten des Investmentprinzips, Verlag „Mohr“, Tübingen 1982.

IOSCO - International Organization of Securities Commissions, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Final Report, Februar 2018.

Jung, Hans, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 12. Auflage, Verlag „Oldenbourg“, München/ Wien 2010.

Kempf, Arno, Novellierung des Investmentrechts 2007, ein Praxishandbuch, Fachverlag „Moderne Wirtschaft“, Frankfurt am Main 2008.

Kern, Christoph Alexander, Typizität als Strukturprinzip des Privatrechts, Ein Beitrag zur Standardisierung übertragbarer Güter, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2013.

Klenk, Fridrich, Die rechtliche Behandlung des Investmentanteils, unter Berücksichtigung der Anteilberechtigung des Investmentratensparers, Diss. Köln 1967.

Klett, Jan-Michael, Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentrechts, Verlag „Drucker & Humblot“, Berlin 2016.

Koch, Hans-Dieter, Konzeptionelle Grundlagen der Diskussion über Kapitalanlegerschutz unter besonderer Berücksichtigung des Nebenkapitalmarktes, ein interdisziplinärer Beitrag zur Verfassung der Publikumspersonengesellschaft, Verlag „Haag + Herchen“, Frankfurt am Main 1981.

Kommer, Gerd, Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs, wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen, 5. Auflage, Campus Verlag, Frankfurt/New York 2018.

König, Markus, Anlegerschutz im Investmentrecht, Verlag „Deutscher UniversitätsVerlag“, Wiesbaden 1998.

Köndgen, Johannes, Systembrüche im Kapitalanlagegesetzbuch, in Festschrift für Theodor Baums, zum siebzigsten Geburtstag, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2017, 707-730.

Köster, Heiner, Der Schutz der Kapitalanleger im deutschen und nordamerikanischen Wertpapier-Investmentrecht, Diss. München 1974.

Koschyk, Hartmut/ Leible, Stefan/ Schäfer, Klaus (Hrsg.), Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, Bayreuther Studien zum Wirtschafts- und Medienrecht, Band 7, Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft 2012.

Knöfler, Larissa/ Ghedina, Veronika, Das Erlaubnisverfahren für KAGen nach dem Investmentgesetz: wird der Standort Deutschland für KAG-Gründungen attraktiver? Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 2008, 1341-1346.

Krause, Martin/ Klebeck, Ulf, Fonds(anteils)begriff nach der AIFM-Richtlinie und dem Entwurf des KAGB, Recht der Finanzinstrumente (RdF) 2013, 4-12.

Krause, Tobias, Investmenttreuhand und Investmentgesamthand, Verlag „Nomos“, Baden-Baden 2018.

Krause, Tobias, Die Geschäftsführungsbefugnis und Ausgestaltung der Vollmacht der externen Kapitalverwaltungsgesellschaft, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2019, 170-175.

Kümpel, Siegfried/ Witting, Arne (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Verlag „Dr. Otto Schmidt“, Köln 2011.

Kümpel, Siegfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Verlag „Dr. Otto Schmidt“, Köln 1995.

Langenbucher, Katja/ Bliesener, Dirk H./ Spindler, Gerald (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 3. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2020.

Landmann, Robert/ Rohmer, Gusrav (Hrsg.), Gewerbeordnung und ergänzende Vorschriften: GewO, 89. Ergänzungslieferung, Verlag „C.H. Beck“, 2022 München.

Lehmann, Matthias, Finanzinstrumente, Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2009.

Lehmann, Matthias, Grundriss des Bank- und Kapitalmarktrechts, Verlag „C.F. Müller“, Heidelberg 2016.

Lenenbach, Markus, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, Verlag „RWS-Verl. Kommunikationsforum“, 2. Auflage, Köln 2010.

Mauser, Johannes, Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, Diss. Tübingen 1999.

Meier, Andrea E., Anlegerschutz im schweizerischen Anlagefondsrecht, im Vergleich mit dem europäischen Investmentrecht, Polygraphischer Verlag, Zürich 1993.

Merkt, Hanno, Unternehmenspublizität, Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2001.

Merkt, Hanno, Fallen REIT-Aktiengesellschaften unter das KAGB? Betriebs-Berater (BB) 2013, 1986-1996.

Mertens, Hans-Joachim, Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? Verhandlungen des 51. Deutschen Juristentages, Band II, Sitzungsberichte, Referat Teil P, Verlag „C.H Beck“, München 1976.

Meißner, Franz, Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft und fremdverwaltete Investmentgesellschaft, Verlag „Nomos“, Baden-Baden 2022.

Moll, Gerd, Zur Entwicklung des deutschen Investmentwesens, Diss. Tübingen 1974.

Möllers, Thomas M. J., Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 3/1997, 334-367.

Möllers, Thomas M. J., Umfang und Grenzen des Anlegerschutzes im Investmentgesetz - der Trennungsgrundsatz und die Grenzen der Aufrechnung im InvG, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2011, 353-366.

Möllers, Thomas M. J./ Poppele, Mauritz Christopher, Paradigmenwechsel durch MiFID II: divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 4/2013, 437-481.

Möllers, Thomas M. J./ Kloyer, Andreas (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, Verlag „C.H. Beck“, München 2013.

Moritz, Joachim/ Klebeck, Ulf/ Jesch, Thomas A. (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Verlag „Fachmedien Recht und Wirtschaft, dfv Mediengruppe“, Frankfurt am Main 2016.

Mülbert, Peter O., Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 177/2013, 160-211.

Müchler, Henry, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, Verlag „Peter Lang“, Frankfurt am Main 2014.

Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2, Band 6, 7. Auflage, Verlag „C.H Beck“, München 2016.

Neumann, Steffen, Die Besteuerung von Publikums-Investmentvermögen, Eine Untersuchung dem Grunde nach unter besonderer Berücksichtigung des Satzungstyps, Verlag „Shaker“, Aachen 2011.

Ojo, Marianne, The growing importance of risk in financial regulation, Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper No. 19117, 2009.

Palandt, Otto (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch, 80. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2021.

Päsler, Rüdiger H., Handbuch des Investmentsparens, Verlag „Gabler“, Wiesbaden 1991.

Patz, Anika, Das Zusammenwirken zwischen Verwahrstelle, Bewerter, Abschlussprüfer und BaFin bei der Aufsicht über Investmentvermögen nach dem KAGB – Zuständigkeiten bei der Überprüfung der Einhaltung der Bewertungsmaßstäbe und -verfahren für Vermögensgegenstände von AIF und OGAW, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2015, 193-205.

Penzkofer, Peter, Marketingprobleme im Investmentwesen, Dargestellt an der Konkurrenzsituation der deutschen und amerikanischen Fonds, Bamberg 1967.

Piwowarski, Robert, Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II, untersucht anhand der Product Governance und der Anlageberatung, Verlag „Nomos“, Baden-Baden 2020.

Poschadel, Burkhard, Rentabilität und Risiko als Kriterien für die Bewertung der Managementleistung deutscher Investmentgesellschaften, Methodische und empirische Aspekte der zweidimensionalen Leistungsbewertung, Verlag „Drucker & Humblot“, Berlin 1981.

Pratt, John W./ Zeckhauser, Richard J., Principals and Agents: The structure of Business, Harvard Business School Press, Boston 1985.

Reich, Norbert/ Micklitz, Hans-Wolfgang, Verbraucherschutz in der Bundesrepublik Deutschland, eine Studie im Auftrag der EG-Kommission, Verlag „Van Nostrand Reinhold Co.“, New York 1980.

Reiss, Malte, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, Verlag „Drucker & Humblot“, Berlin 2006.

Reuter, Gerhard, Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilsinhaber, Diss. Frankfurt am Main 1965.

Richter, Jörg, Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzberatung, Normensystem zur Gestaltung und Prüfung von Finanzberatungen, Verlag „Uhlenbruch“, Bad Soden am Taunus 2001.

Riesenhuber, Karl, Anleger und Verbraucher, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) 2/2014, 134-149.

Riggs, David E./Park, Charles C. S., Mutual Funds: A Banker's Primer, 112 Banking L.J 1995, 757-785.

Rosa, Katja, Prospektspflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds – eine Untersuchung im Lichte des neuen Verkaufsprospektgesetzes, Verlag „Peter Lang“, Frankfurt am Main, 2010.

Roth, Günter H., Das Treuhandmodell des Investmentrechts, eine Alternative zur Aktiengesellschaft? Verlag „Athenäum“, Frankfurt am Main 1972.

Sachtleber, Ole W., Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, Verlag „V & R Unipress“, Göttingen 2010.

Schäcker, Hanns-Erhard, Entwicklung und System des Investmentsparens, Verlag „Knapp“, Frankfurt a.M. 1961.

Schäfer, Lars, Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften - Fund Governance, Verlag „Drucker & Humblot“, Berlin 2009.

Schäfer, Frank A., Anlegerschutz und die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei der Anlage der Sondervermögen durch Kapitalanlagegesellschaften, unter besonderer Berücksichtigung der Theorien zur Aktienkursprognose und zur Zusammenstellung von Portefeuilles, Verlag „Nomos“, Baden-Baden 1987.

Scharkowski, Katja, Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance, eine rechtsvergleichende Studie des deutschen und britischen Investmentrechts, Verlag „Peter Lang“, Frankfurt am Main 2013.

Schelm, Joachim, Sorgfalts- und Loyalitätspflichten im Investmentrecht, Eine rechtsvergleichende Untersuchung des Investmentrechts in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Deutschland, Verlag „Drucker & Humblot“, Berlin 2008.

Ellenberger, Jürgen/ Bunte Hermann-Josef (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, Band II, 6. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2022.

Schimrock, Hans, Arbeitsweise, Zielsetzung und Möglichkeiten der deutschen Investmentgesellschaften, Diss. Berlin 1960.

Schmolke, Klaus Ulrich, Die Regelung von Interessenkonflikten im neuen Investmentrecht - Reformvorschläge im Lichte des Regierungsentwurfs zur Änderung des Investmentgesetzes, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 41/2007, 1909-1915.

Schmidt, Karsten/ Lutter, Marcus (Hrsg.), Aktiengesetz, Band 1, 4. Auflage, Verlag „Dr. Otto Schmidt“, Köln 2020.

Schneider, Uwe H., Internationales Kapitalmarktrecht - Regelungsprobleme, Methoden und Aufgaben, Die Aktiengesellschaft (AG) 6/2001, 269-278.

Schnorrenberg, Uwe/ Goebels, Gabriele, Risikomanagement in Projekten, Methoden und ihre praktische Anwendung, Verlag „Vieweg“, Wiesbaden 1997.

Schuster, Leo (Hrsg.), Investment-Handbuch, Verlag „Poeschel“, Stuttgart 1971.

Schwark, Eberhard, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, Entwicklungslinien, Prinzipien und Fortbildung des Anlegerschutzes, zugleich ein Beitrag zur Überlagerung bürgerlich-rechtlicher Regelung und gewerbepolizeilicher Überwachung durch Wirtschaftsrecht, Verlag „C.H. Beck“, München 1979.

Schwark, Eberhard/ Zimmer, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Auflage, Verlag „Beck“, München 2010.

Seibert, Holger, Das Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung, Verlag „C.H. Beck“, München 2014.

Sethe, Rolf, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Verlag „Dr. Otto Schmidt“, Köln 2005.

Sprengnether, M./ Wächter, H.P., Risikomanagement nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Wertpapiermitteilungen (WM) 19/2014, 877-887.

Thiel, Jürgen, der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht, Verlag „Peter Lang“, Frankfurt am Main 1982.

Tübke, Axel B., Anlegerrisiko und Anlegerschutz bei Investmentgesellschaften, Diss. Berlin 1974.

Uhlmann, Christian, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, Eine vergleichende Analyse im Hinblick auf die Durchsetzung aufsichtsrechtlicher Pflichten mittels privatrechtlicher Rechtsinstitute, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2021.

Urhahn, Alexander Matthias, Prozessverträge im Investmentrecht, Verlag „Nomos“, Baden-Baden 2021.

Vandamme, Roger, Auf dem Wege zu einem europäischen Markt für die Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren: Bemerkungen zu den Bestimmungen der Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985, Köln : Bundesanzeiger-Verlag, 1988.

Veil, Rüdiger (Hrsg), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2014.

von Caemmerer, Ernst, Kapitalanlage- oder Investmentgesellschaften, JuristenZeitung (JZ) 2/1958, 41-50.

von Dryander, Konstantin, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, GRIN Verlag, Köln 2010.

Wallach, Edgar, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital im Gewand des Investmentänderungsgesetzes 2007, *Der Konzern* 2007, 487-497.

Wallach, Edgar, Die Regulierung von Personengesellschaften im Kapitalanlagegesetzbuch, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 2/3/2014, 289-328.

Weiser, Benedikt/Hüwel, Martin, Verwaltung alternativer Investmentfonds und Auslagerung nach dem KAGB-E, *Betriebs-Berater (BB)* 19/2013, 1091-1097.

Weinberger, Ota, Norm und Institution, eine Einführung in die Theorie des Rechts, Verlag „Manz“, Wien 1988.

Weitnauer, Wolfgang/ Boxberger, Lutz/ Anders, Dietmar (Hrsg.), KAGB, Kapitalanlagegesetzbuch, mit Investmentsteuergesetz, EuVECA-VO, EuSEF-VO und ELTIF-VO, Anhang 2, AIFM-StAnpG, 3. Auflage, Verlag „C.H. Beck“, München 2021.

Zetzsche, Dirk A., Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, Verlag „Mohr Siebeck“, Tübingen 2015.

Zetzsche, Dirk A., Fondsregulierung im Umbruch – ein rechtsvergleichender Rundblick zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB)* 1/2014, 22-39.

Zetzsche, Dirk A., Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuches, *Die Aktiengesellschaft (AG)* 2013, 613-630.

Zimmer, Daniel, Internationales Gesellschaftsrecht, das Kollisionsrecht der Gesellschaften und sein Verhältnis zum internationalen Kapitalmarktrecht und zum internationalen Unternehmensrecht, Verlag „Recht und Wirtschaft“, Heidelberg 1996.