სალომე ჯიბუტი

ინვესტორთა აღჭურვა ინფორმაციით: კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა დაცვის ეფექტიანი საშუალება, თუ ევროპული სისტემის აკვიატებული პოზიცია?

"*A good crisis should never go to waste.*"[1]

შესავალი

სულ ახლახან მსოფლიომ ისტორიაში ყველაზე ძლიერი ფინანსური კრიზისი განიცადა. კრიზისის დაუნდობელმა ხასიათმა და შედეგად, ფინანსურ ბაზრებზე განვითარებულმა არაორდინალურმა მოვლენებმა, აიძულა მარეგულირებლები, შეეცვალათ ბაზრებისადმი თავიანთი ე.წ. „მსუბუქი რეგულირების პოზიცია"[2] და გადაეხვიათ ლიბერალური მიდგომისაგან, რომელსაც ისინი დიდი ხნის განმავლობაში „ქადაგებდნენ". კრიზისმა ხაზი გაუსვა იმ ფაქტს, რომ „ეფექტიანი ბაზრების ჰიპოთეზის"[3] თეორია ძლიერი სტრესის პერიოდში არასანდოა. ბევრი მიმართულებით ფინანსური სისტემის განვითარებამ გაუსწრო მის მხარდასაჭერად შექმნილ ფინანსურ რეგულირებასა და იმ ეკონომიკურ სისტემას, რომელსაც ის უნდა ემსახურებოდეს.[4] გლობალიზაციისა და მუდმივი ფინანსური ინოვაციის გამო, კრიზისს მანამდე არსებული კრიზისებისაგან განსხვავებული, სრულიად შეცვლილი სახე ჰქონდა, რამაც შექმნა ახალი რეალობა, როდესაც ფინანსური არქიტექტურის შეცვლასა და გლობალურ რეფორმებზე ფიქრის დაწყება გახდა საჭირო. სწორედ ეს საკითხი იქცა მარეგულირებლების მთავარ გამოწვევად. დადგინდა, რომ მარეგულირებლებმა თამაშის ახალი, შეცვლილი წესების მიხედვით დროულად უნდა დაიწყონ მოქმედება[5].

---

[1] Coffee J.C. Jr., The political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, №414, 2012, 2.

[2] "light touch regulatory approach".

[3] "efficient market hypothesis".

[4] Wymeersch E., The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, An Interim Report, 2010, 1.

[5] So as Soros: "I don't play according to a given set of rules, I look for changes in the rules of the game" in Soros, *Soros on Soros*, US, 1995, 10.

ფინანსური კრიზისის შემდეგ კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორებმა დიდი დანაკარგები განიცადეს. ვერცერთმა ნაციონალურმა თუ საერთაშორისო მარეგულირებელმა და საზედამხედველო ორგანომ შეძლო ამ დანაკარგების თავიდან აცილება.[6] ფინანსური ბაზრები აგებულია ნდობაზე.[7] ინვესტორთა დაცვის ადეკვატური ნორმების დეფიციტმა „ნდობის კრიზისი" გამოიწვია, ინვესტორთა ერთხელ დაკარგული ნდობის დაბრუნება კი ძალიან რთულია.[8] ევროპის კომისიის 2008 წლის "Optem Report"-ში მოცემული კვლევის მიხედვით, მომხმარებელები ფინანსურ მომსახურებას, სხვა სამეწარმეო სექტორებთან შედარებით, ყველაზე ნაკლებად ენდობიან.[9] ინვესტორებმა ბაზრების მიმართ ნდობა დაკარგეს. მცირე ინვესტორთა ჩართულობის შემცირებამ მოთხოვნის, წარმოების, სამუშაო ადგილების შემცირება და სხვა უარყოფითი შედეგები გამოიწვია.

საერთოდ, ადრე თუ გვიან, ფასიანი ქაღალდების ბაზრები კრიზისსა და შოკს განიცდის, რასაც შედეგად ინვესტორთა ნდობისა და საბაზრო ინსტიტუტების რეპუტაციის დაკარგვა მოჰყვება.[10] ისტორიულად ევროპის კავშირის კანონმდებლობისა და რეფორმების ძირითადი მასტიმულირებელი ფაქტორი სწორედ კრიზისი და სკანდალია.[11] შემთხვევითი არ არის, რომ კაპიტალის ბაზრის სამართალი, იმ ფორმით, რა ფორმითაც მას დღეს ვიცნობთ, თავის არსებობას მნიშვნელოვნად ფინანსურ კრიზისს უნდა უმადლოდეს. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ კრიზისის მიერ შექმნილი რეფორმის სტიმულის შენარჩუნება დიდი ხნით არ ხდება.[12]

აღნიშნული დაკვირვება, ასევე, უახლეს კრიზისსა და მცირე ინვესტორთათვის ინფორმაციული ღიაობის რეფორმას მჭიდროდ უკავშირდება.

---

[6] თუმცა არსებობს მოსაზრებაც, რომ კრიზისის წინასწარ განჭვრეტა და თავიდან არიდება შესაძლებელი იყო, იხ., Halm-Addo A., The 2008 Financial Crisis, US, 2010, 1.

[7] Statman M., Regulating Financial Markets: Protecting Us from Ourselves and Others, Santa Clara University, 2009, 1.

[8] Open Hearing on Retail Invetsment Products - Record, 15th July, 2008, 21.

[9] EU Commission, Optem Report, January, 2008, 8.

[10] Coffee J.C. Jr., Capital Markets and Company Law, edited by K.J. Hopt and E. Wymeersch, GB, 2003, 65.

[11] იქვე, 66.

[12] Coffee J.C. Jr., The political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, №414, 2012, 14.

მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ევროპელი მარეგულირებლებისათვის შექმნა შესაძლებლობა, კიდევ ერთხელ გადახედონ თავიანთ მიდგომას ინვესტორთა დაცვის მიმართ, რათა შეძლონ მეტი ეფექტიანობისა და უკეთესი შედეგების უზრუნველყოფა. სამართლებრივი ჩარჩოს მიმდინარე რეფორმები კარგი შესაძლებლობაა, რათა მცირე ინვესტორმა წინა პლანზე გადაინაცვლოს და მისი დაცვა არა მხოლოდ სიტყვით, არამედ საქმითაც გაუმჯობესდეს.[13] შესაბამისად, მთავარი კითხვა, რომელიც ისმის არის: მარეგულირებლებმა ევროპის კავშირში ეს შესაძლებლობა რეალურად გამოიყენეს თუ არა?

თუ გადავხედავთ ფინანსური კრიზისის შემდეგ ევროპის კავშირში გატარებულ რეფორმებს, დავინახავთ, რომ, მართალია, ევროპელმა მარეგულირებლებმა მთლიანად „ფუჭად არ დახარჯეს" ეს კრიზისი, მაგრამ მათ არ გამოიყენეს შესაძლებლობა რევოლუციური რეფორმების გასატარებლად. რეფორმების თავდაპირველი ფაზის განმავლობაში მცირე ინვესტორთა სექტორი მთლიანად მივიწყებული იყო. მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრები მეტად ფრაგმენტირებულია და მარეგულირებელი სიცხადის პრობლემა არსებობს.[14] ამასთან, მცირე ინვესტორთა ევროპულ ბაზრებზე არსებული სიძნელეებისა და პრობლემების პერმანენტული ხასიათიდან გამომდინარე, მათთვის ფინანსური კრიზისის შემდგომ გატარებული რეფორმის პროგრამაში ადგილის მოძიება მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენდა, რადგან სწრაფი რეაგირება იყო საჭირო. მიუხედავად ამისა, პოლიტიკური ფოკუსი კრიზისის ბოლო ეტაპებზე შეიცვალა და მცირე ინვესტორთა დაცვისა და მათი ნდობის დაბრუნების საკითხი ძალიან აქტუალური გახდა.

სტატიის განხილვის საგანს ფასიანი ქაღალდების შესახებ ინფორმაციის ღიაობა, როგორც კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის საშუალება, წარმოადგენს. ის მცირე ინვესტორთა დაცვის მნიშვნელობის საკითხს, ღიაობის საშუალების არსსა და ინვესტორთა დაცვის ამოცანის ეფექტიანად შესრულებისათვის მის საზღვრებს ეხება. მცირე ინვესტორთათვის ინფორმაციული ღიაობა წარმოადგენს ინვესტორთა დაცვის საშუ-

---

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

[14] BME Report, 2007.

ალებათა ფართო პალიტრის (ინტერესთა კონფლიქტის დაძლევა, ფინანსური განათლება, პასუხისმგებლობა, აღსრულება და სანქციონირება, ფინანსური კონსულტაცია და რჩევა) მხოლოდ ერთ ნაწილს. თუმცა წლების განმავლობაში ინვესტორთა დაცვის სექტორში ფასიანი ქაღალდების შესახებ ინფორმაციის ღიაობა, როგორც კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის საშუალება, მთელ მსოფლიოში მთავარ და რეგულატორების მიერ ყველაზე ფართოდ გამოყენებულ საშულებას წარმოადგენს. ამასთან, ფინანსურმა კრიზისმა ღიაობის შესაძლებლობების საზღვრების დემონსტრირება მოახდინა და ეს ფაქტი საკითხის ანალიზისადმი ინტერესს მნიშვნელოვნად ზრდის.

1. „ევროპელი მცირე ინვესტორის“ დეფინიცია

ვინ არის ინვესტორი? როგორი უნდა იყოს „ევროპელი მცირე ინვესტორის“ დეფინიცია? მიუხედავად იმისა, რომ ამ კითხვებზე პასუხის გაცემა, ერთი შეხედვით, მარტივი ჩანს, არ არსებობს ერთი, საყოველთაოდ აღიარებული პასუხი.

ლექსიკონის განმარტების მიხედვით, სიტყვა “invest” მომდინარეობს ლათინური სიტყვისგან – “investire” და ნიშნავს მორთვას, დაფარვას. ოქსფორდის ინგლისური ენის მოკლე ლექსიკონის მიხედვით, 1613 წლისათვის ზმნა “to invest” აღნიშნავს ფულის ისეთ გამოყენებას, რომლიდანაც პროცენტი ან მოგებაა მოსალოდნელი.[15] პროცენტისა თუ მოგების მიღება ინვესტიციის მთავარ მახასიათებელს წარმოადგენს.[16] მაშინ, როდესაც იურისტებისათვის ინვესტორი არის კაპიტალის მომტანი, ეკონომისტებისათვის ინვესტორი არის კაპიტალის მომხმარებელი; მოხმარებული კაპიტალი ან ინვესტიცია პროდუქტიულ პროცესში წვლილს წარმოადგენს.[17] არსებობს ორი სახის ინვესტორი: ინსტიტუციური და კერძო, მცირე. ინსტიტუციური ინვესტორები არიან სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო კომპანიები, საპენსიო ფონდები, საერთაშორისო ორგანიზაციები

---

[15] Fisher J., Bewsey J., Waters M., Ovey E., The law of investor protection, 2nd ed., GB, 2003, 5.
[16] იქვე, 5.
[17] Page A.C., Ferguson R.B., Investor Protection, London, 1992, 3.

და ა.შ.[18] მცირე ინვესტორებს წარმოადგენენ ადამიანები, რომლებიც ახდენენ დაზოგილი თუ მემკვიდრეობით მიღებული ქონების ინვესტირებას თავიანთი ცხოვრების წესის შესანარჩუნებლად, საპენსიო უზრუნველყოფის, ავადმყოფობის შემთხვევების დროს გამოყენების მიზნით ან თავიანთი შვილებისათვის გადასაცემად და ა.შ.[19] ინვესტორთა ამ ორივე ჯგუფს აქვს ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად განსხვავებული ინტერესი და დაცვის მოთხოვნილება. ეს განსხვავება ეხება არა მხოლოდ მათი შესაბამისი ინვესტიციის მოცულობას, არამედ მათი ცოდნისა და გამოცდილების ხარისხსა და სიღრმეს.

არც ისე ბევრი რამაა ცნობილი იმის შესახებ, თუ ვინ არის „ევროპელი მცირე ინვესტორი". ამ საკითხთან დაკავშირებით სიცხადე არც ფინანსური ბაზრების შესახებ დირექტივის[20] ძალიან ბუდნოვან და არასრულფასოვან დეფინიციას შემოაქვს, რომლის მიხედვითაც: მცირე ინვესტორი არის ყველა ის კლიენტი, რომელიც პროფესიონალი კლიენტის კატეგორიის ქვეშ არ ხვდება. „ევროპელი მცირე ინვესტორის" კატეგორიის განმარტება ძალიან რთული ამოცანაა. ევროპის კანონმდებლობა, რეგულირებები და პოლიტიკის დოკუმენტები რაიმე საერთო დეფინიციას არ შეიცავს. შესაძლოა, მივიჩნიოთ, რომ ამის მთავარი მიზეზი მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრების ფრაგმენტირებული ხასიათი და მცირე ინვესტორთა ქცევაში არსებული ის მნიშვნელოვანი განსხვავებებია, რომელიც ევროპის სხვადასხვა ქვეყანაში არსებობს. ასეთი დასკვნის გაკეთების საფუძველს 2007 წლის "BME Report" იძლევა.[21]

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, სადავოა, რამდენად მართებულია არსებულ რეალობაში საერთოდ „ევროპელ მცირე ინვესტორზე" ან „ევროპელ საშუალო მცირე ინვესტორზე" საუბარი, როგორც ეს ჯერ კიდევ მოცემულია ფინანსური კრიზისის შემდეგ მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში განხორციელებულ რეფორმებში.

---

[18] Loss L., Seligman J., Fundamentals of Securities Regulation, US, 2001, 5.

[19] Randenborgh W., Zertifikate gehören nicht in die Hand privater Anleger!, ZRP, 2010, 76.

[20] Markets in Financial Instruments Directive (MiFID).

[21] BME Report, 15 November, 2007.

2. ღიაობის, როგორც მცირე ინვესტორთა დაცვის საშუალების არსი

უკანასკნელი რამდენიმე წლის განმავლობაში და განსაკუთრებით, ფინანსური კრიზისის წინა პერიოდში, ევროპის კავშირში კაპიტალის ბაზარზე კერძო ინვესტორთა მიერ ინვესტირების ზრდის ტენდენცია შეინიშნებოდა. მცირე ინვესტორები თავიანთ დანაზოგებს კაპიტალის ბაზარზე სულ უფრო მეტად დებდნენ, ვიდრე საბანკო ანგარიშებზე.[22]

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

ინვესტორთა დაცვის არსს კაპიტალის ბაზრის მიმართ ინვესტორთა ნდობის გაზრდა და მათი რისკებისა თუ დანაკარგებისაგან დაცვა წარმოადგენს.[23] ევროპის კავშირის ფუნქციონირების შესახებ ხელშეკრულება[24] ინვესტორთა დაცვაზე ორიენტირებული სამართალშემოქმედებისათვის რაიმე სპეციალურ საფუძველს არ შეიცავს. ხანგრძლივი დროის განმავლობაში ინვესტორთა დაცვა განიხილებოდა, როგორც მხოლოდ ეფექტიანი ბაზრების გარანტიის საშუალება. კაპიტალის ბაზრების ეფექტიანობა ბაზრის სტაბილურობის, გამჭვირვალობისა და სამართლიანობის მიმართ ინვესტორთა გრძელვადიან ნდობაზეა დამოკიდებული.[25] შესაბამისად, ინვესტორთა დაცვის საკითხი ბაზრის ეფექტიანობისა და სამართლიანობის მიზნებთან მიმართებით ყოველთვის სუბორდინირებული იყო.[26] გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა ამ ფოკუსის შემობრუნებაში წვლილი შეიტანა. ინვესტორთა დაცვა განიხილება, როგორც მიზანი და არა როგორც მხოლოდ მეტად ეფექტიანი და ლიკვიდური ბაზრების მიზნის მიღწევის საშუალება. შესაბამისად, უკანასკნელ წლებში მცირე ინვესტორთა ბაზრები მარეგულირებელთა ყურადღების საგანი გახდა და საერთაშორისო პრო-

---

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

[23] კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა მონაწილეობის სტიმულირების მიზეზებისათვის იხ., Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, GB, 2011.

[24] The treaty on the Functioning of the European Union.

[25] Schimansky H., Bunte H.J., Lwowsky H.J., Bankrechts- Handbuch, Vol.III, 3rd ed., 2007, §109 Rdn. 8.

[26] Willemaers G. Sch., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, GB, 2011, 28.

გრამაში მნიშვნელოვანი ადგილი დაიკავა. ამის მიზეზს არ წარმოადგენს ის, რომ მცირე ინვესტორებმა საზღვრებს გარეთ ინვესტირება თავად დაიწყეს და მცირე ინვესტორთა ბაზრები საერთაშორისო გახდა. რეალურად, მცირე ინვესტორთა ბაზრების მოწესრიგების კომპლექსურობამ, ინვესტორთა უაღრესად დიდმა დანაკარგებმა, ინვესტორთა ნდობის დაკარგვამ და მუდმივი არაკეთილსინდისიერი გაყიდვის პრაქტიკამ მარეგულირებელი ფოკუსის ცვლილების საჭიროება შექმნა.

წლების განმავლობაში ინვესტორთა დაცვის სექტორში ფასიანი ქაღალდების ღიაობა, როგორც კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის საშუალება, მთავარ და ყველაზე ფართოდ გამოყენებულ საშულებას წარმოადგენს. ამას ადასტურებს, მაგალითად, აშშ-ში კაპიტალის ბაზრის მთავარ მარეგულირებელ მექანიზმებში[27] მოცემული ფართო ღიაობის მოთხოვნები. ასევე, ევროპის კავშირის ინვესტორთა დაცვის სისტემის ევოლუციის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ევროპელმა რეგულატორებმა ინფორმაციული ღიაობა ინვესტორთა დაცვის მთავარ მარეგულირებელ მექანიზმად აქციეს. ინვესტორთა დამცავი მთავარი ევროპული დირექტივები,[28] ასევე, ევროპის კომისიის ახალი ინიციატივა მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო პროდუქტების შესახებ,[29] ინფორმაციაზე დამყარებულ დაცვასა და ღიაობაზეა ორიენტირებული. ინვესტორთა დაცვის ყველა მთავარი დირექტივა მოითხოვს არატექნიკურ ენაზე ჩამოყალიბებული ძირითადი, საკვანძო ინფორმაციის მოწოდებას მოკლე, ლაკონური სახით, რათა საშუალო ან ტიპური მცირე ინვესტორისათვის გასაგები იყოს, მისცეს მას შესაძლებლობა, გაიგოს პროდუქტის ძირითადი თვისებები, სხვადასხვა პროდუქტი ერთმანეთს ადვილად შეადაროს და მიიღოს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება. პრობლემა ისაა, რომ წლების განმავლობაში განხორციელებული თავდაუზოგავი მცდელობის მიუხედავად, ევროპამ ამ მიზნების მისაღწევად „რეცეპტი“ ვერ შექმნა.

ინფორმაციული ღიაობის არსი ინვესტორის ყველა იმ ინფორმაციით აღჭურვას გულისხმობს, რაც ფასიანი ქაღალდების სწორი შეფასებისა და ინფორმირებული, რაციონალური საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღები-

---

[27] როგორიც არის "Securities Act of 1933", "Securities Exchange Act of 1934", "the Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009" და ა.შ.

[28] კერძოდ, UCITS, Prospectus და MiFID დირექტივები.

[29] EU Commission PRIPS proposal.

სათვის არის საჭირო. ის, ასევე, პროდუქტის გამყიდველსა და ინვესტორს შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის პრობლემატიკას ეხება.[30]

ღიაობის, როგორც ინვესტორთა დაცვის მთავარი მარეგულირებელი საშუალებისადმი, ევროპის დონეზე პოლიტიკური უპირატესობის მინიჭება ლიტერატურაში შემდეგით აიხსნება: მარეგულირებლებს შორის საყოველთაოდ აღიარებული გახდა ის, რომ ინვესტორები ფინანსურ ბაზრებზე არიან რაციონალურები და შეუძლიათ ოპტიმალური გადაწყვეტილებების მიღება თუ აღიჭურვებიან საკმარისი ინფორმაციით.[31] სამწუხაროდ, საშუალებათა პოლიტიკური მიმზიდველობა ყოველთვის არ ასახავს მისი მნიშვნელობისა და მიზანშეწონილობის დონეს. თუ როგორ იყენებენ ბაზრის მონაწილეები მიწოდებულ ინფორმაციას და რა სახის გადაწყვეტილებებს იღებენ ამ ინფორმაციის საფუძველზე, როგორც წესი, ყურადღების გარეშე რჩებოდა.[32]

3. ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენები და ღიაობის საშუალების საზღვრები

კაპიტალის ბაზარზე, განსაკუთრებით, ბოლოდროინდელი ფინანსური კრიზისის პერიოდში განვითარებული ტრაგიკული მოვლენების შემდეგ, წარმოიშობა კითხვები: უნდა დარჩეს თუ არა ინფორმაციული ღიაობა მცირე ინვესტორთა დაცვის მთავარ საშუალებად? მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო გადაწყვეტილებების გაუმჯობესების მიზნით არის ეფექტიანი საშუალება და სწორი სტრატეგია? აცნობიერებს თუ არა ევროპელი მარეგულირებელი ღიაობის საშუალების საზღვრებს?

ამ კითხვებზე პაუხის გასაცემად ორი ურთიერთსაწინააღმდეგო მოსაზრება არსებობს, რომელიც სამართლისა და ეკონომიკის მეცნიერებს შორის დამკვიდრებულ მცირე ინვესტორთა განსხვავებული აღქმიდან მომდინარეობს. პირველი არის გაგება, რომელსაც ინვესტორთა რაციონალურო-

---

[30] Geiger U., The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market, Fordham Law Review, Vol.66, 1998, 16.

[31] Howells G., The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information, Journal of Law and Society, Vol.32, №3, 2005, 351.

[32] Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, University of Edinburgh, School of Law, 2009, 2.

ბის შესახებ ეკონომიკის ტრადიციული თეორია ამკვიდრებს, ხოლო მეორე – მცირე ინვესტორის სახე, ქცევითი ეკონომიკის მიერ შექმნილი.

რაციონალური ინვესტორის სახე, რომელიც ნეოკლასიკური ეკონომიკური თეორიიდან (მილტონ ფრიდმანი) მომდინარეობს, ისევე, როგორც სამართლისა და ეკონომიკის სკოლიდან (რონალდ კოაზი, რიჩარდ პოზნერი ა.შ.), არის ის, რომელიც ევროპის კავშირის კანონმდებლობასა და რეგულირებებში მყარადაა დამკვიდრებული და რომელსაც რეგულატორების მიერ მცირე ინვესტორთა დაცვისათვის ღიაობის საშუალების გამოყენება ემყარება.[33]

აღნიშნული თეორიის მიხედვით, მცირე ინვესტორები ფინანსურ ბაზარზე არიან რაცინალურები ან, სულ მცირე, ინფორმაციის გადამუშავებას რაციონალურად მოახდენენ, როცა მათი საკმარისი ინფორმაციით აღჭურვა მოხდება და შესაბამისად, ოპტიმალური გადაწყვეტილების მიღებას შეძლებენ.[34] მცირე ინვესტორთა კომპეტენტურობისა და რაციონალურობის ამ პრეზუმფციას რეგულატორების მიერ ე.წ. „აღჭურვის პოლიტიკის“[35] გამოყენებამდე მივყავართ. აღნიშნული მოდელი სათანადო კომპეტენციების მქონე, დამოუკიდებელი და ინფორმირებული ინვესტორის შექმნისაკენ მიისწრაფვის, რომელსაც საკუთარ თავზე პასუხისმგებლობის აღება შეუძლია.[36] შესაბამისად, ღიაობაზე დამყარებული პოლიტიკის სტრატეგიის თანახმად, გამარტივებული, ადვილი ინფორმაციის არარსებობა მცირე ინვესტორთა გადაწყვეტილების გაუმჯობესების მთავარი დამაბრკოლებელი ფაქტორია. შედეგად, მარეგულირებლები, ძირითადად, კონცენტრაციას ინფორმაციის ოდენობის შემცირებასა და ღიაობის დოკუმენტის მოცულობაზე ახდენდნენ. კრიზისის შემდგომ განხორციელებული რეფორმის ფარგლებშიც მცდელობები მოკლე დოკუმენტის დიზაინზეა მიმართული, რომელიც ყველა მცირე ინვესტორისათვის ადვილად გასაგები უნდა იყოს.

---

[33] Willemaers G. Sch., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, GB, 2011, 36.

[34] იქვე, 36.

[35] “Empowerment Policy”.

[36] Moloney N., How to Protect Investors, Lessons from the EC and the UK, UK, 2010, 58.

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

ქცევითი ეკონომიკის მზარდი ლიტერატურა სულ სხვა რეალობას გვაჩვენებს და მნიშვნელოვან ცნობებს გვაწვდის, რომელიც მცირე ინვესტორთა რაციონალურობის შესახებ სტანდარტულ ეკონომიკურ პრეზუმფციას ეჭვქვეშ აყენებს. იგი არარაციონალური ინევესტორის სახეს ქმნის, რომელსაც ღარიბი კოგნიტური შესაძლებლობები აქვს. თეორიის მიხედვით, მცირე ინვესტორები, როგორც წესი, არარაციონალურები და ფინანსურად არაკვალიფიციურები არიან. შეზღუდული კოგნიტური შესაძლებლობების გამო, ადამიანებს არ შესწევთ უნარი, ყველა იმ ინფორმაციას მოერიონ, რომელიც მათ მიეწოდებათ და შესაბამისად, არ შეუძლიათ საკუთარი არჩევანის სრულყოფილად შეფასება.[37] კომპლექსურობა და გაურკვევლობა, რომელიც ფინანსურ პროდუქტებთანაა დაკავშირებული, ინვესტორებისათვის მნიშვნელოვანი გამოწვევაა. შესაბამისად, მცირე ინვესტორები სინამდვილეში განსხვავებულად იქცევიან, ვიდრე ეს ჰიპოთეტური რაციონალური ინვესტორისგან არის მოსალოდნელი, ანუ ისინი ფინანსური რაციონალურობით არ მოქმედებენ[38] და ინფორმაციაზე ისე არ რეაგირებენ, როგორც ამას ტრადიციული ეკონომიკური მოდელები ითვალისწინებს.

ყურადღება არა ინფორმაციის რაოდენობაზე, არამედ მისი დამუშავების, გაგების პრობლემატიკაზე უნდა გამახვილდეს.[39] ინფორმაციული ღიაობის რეგულირების რეფორმისას ხელმძღვანელობა ემპირიული და ექსპერიმენტული გათვლებით უნდა მოხდეს, რომელიც ამით მიწოდებული ინფორმაციის რეალურ გავლენასა და ღიაობის ნორმების ეფექტიანობას ზომავს.[40] უნდა მოხდეს იმის შემოწმება, თუ როგორ ამუშავებენ, იყენებენ ან როგორ

---

[37] Willemaers G. Sch., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, GB, 2011, 39.

[38] Franco J A., A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limitis of Simplification, Standford Journal of Law, Business and Finance, Vol. 15, 2009, 32.

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

[40] Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, University of Edinburgh, School of Law, 2009, 24.

რეაგირებენ ინვესტორები სხვადასხვა ინფორმაციაზე ფინანსური ბაზრების კონტექსტში.[41] უახლესმა ექსპერიმენტმა, რომელიც ლეიბსონმა, ჩოიმ და სხვებმა განახორციელეს და რომელშიც სუბიექტებს ჰარვარდის თანამშრომლები წარმოადგენდნენ,[42] აჩვენა, რომ მიწოდებული ინფორმაციის უბრალოდ მოცულობის მოდიფიცირება სუბიექტების საინვესტიციო არჩევანს მნიშვნელოვნად არ ცვლის.[43] ცალკე აღებული ინფორმაციის ღიაობა, რა ფორმატშიც ან რა მოცულობითაც არ უნდა განხორციელდეს ის, შეიძლება დასახული მიზნების მისაღწევად არ იყოს საკმარისი.[44] შესაბამისად, საჭიროა, მარეგულირებლებმა მეტი ყურადღება მიწოდებული ინფორმაციის გამოყენებას მიაქციონ.[45] ინფორმაციის შესახებ რეგულირებები ინვესტორთა დაცვის რაციონალურად დაბალანსებული პოლიტიკის სტრატეგიის მნიშვნელოვანი ნაწილია, მაგრამ მხოლოდ ნაწილი.[46]

იმისათვის, რომ ღიაობა კვლავ მცირე ინვესტორთა დაცვისათვის ეფექტიანობის პოტენციალის მქონე საშუალებად მივიჩნიოთ და დასახულ მიზნებს მიაღწიოს, საჭიროა, მცირე ინვესტორთა შორის ფინანსური განათლების დაბალი დონის საკითხის გადაჭრა. ინფორმაციულმა ღიაობამ თავისი პოტენციალი ამოწურა და აუცილებელია მისი ისეთი დამატებითი საშუალებით შევსება, როგორიც არის ფინანსური განათლება.[47] ფინანსური განათლების მთავარ მიზანს ინფორმირებული და რაციონალური ინვესტორის განვითარება უნდა წარმოადგენდეს. მარეგულირებელი პოლიტიკა, ფინანსური განათლების გაუმჯობესების მეშვეობით, მცირე ინვესტორთა გადაწყვეტილებების გაუმჯობესებისაკენ უნდა იყოს მიმართული და არა

---

[41] იქვე, 25.

[42] იქვე, 27.

[43] Beshears J. Choi J.J., Laibson D., Madrian B.C., How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices? National Bureau of Economic Research, №14859, 2009, 2.

[44] Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, University of Edinburgh, School of Law, 2009, 28.

[45] Paredes T.A., Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation, Washington University Law Quareterly, Forthcoming, 2003, 58.

[46] Howells G.G., The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information, Journal of Law and Society Vol., 32, Num. 3, 2005, 369.

[47] "Knowing the limits of your knowledge is the highest form of intelligence", Zweig, Why We're Driven to Trade, The Intelligent Inverstor, WSJ, 2012.

მხოლოდ ცდილობდეს, რომ ინფორმაციული ღიაობა გახადოს უფრო მეტად გასაგები.[48] ევროპის კავშირის ინფორმაციული ღიაობის რეგულირების მთავარი მიზანი – გახადოს საშუალო ინვესტორი უკეთესად ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების დროს, არ ითვალისწინებს პოლიტიკის უფრო მნიშვნელოვან მიზანს – ღიაობას, რომელიც იცავს მცირე ინვესტორს. ღიაობის საშუალებამ ინვესტორებს სტიმული უნდა მისცეს, რომ მათ უკეთესი და მეტად რაციონალური საინვესტიციო არჩევანი გააკეთონ, ვიდრე უბრალოდ შესთავაზოს ინვესტორს უკეთესი გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობა.[49] ევროპელი მარეგულირებლები ნელ-ნელა უპრეცედენტო ყურადღებას მცირე ინვესტორთა უნარისა და საგანმანათლებლო სისტემების განვითარებას უთმობენ. ფინანსური განათლება მცირე ინვესტორთა ბაზრების ერთიანი სტრატეგიის მნიშვნელოვან ნაწილად და ინვესტორთა გადაწყვეტილებებზე გავლენის მოხდენისათვის ნაკლებად აგრესიულ, სარისკო საშუალებად განიხილება.[50]

ნიშნავს თუ არა ყოველივე ზემოაღნიშნული ინვესტორთა ინფორმაციით აღჭურვის ერის დასასრულს? რა თქმა უნდა, არა. სტატიის მიზანს არ წარმოადგენს ინფორმაციული ღიაობის, როგორც ინვესტორთა დამცავი საშუალების, პოტენციალისა და მნიშვნელობის დაკნინება. მიზანი არის ამ პოტენციალის საზღვრების წარმოდგენა. მიწოდებული ინფორმაციის წაკითხვას სპეციალური უნარი სჭირდება, რომელიც, როგორც წესი, მცირე ინვესტორთა უმრავლესობას არ გააჩნია. ინვესტორთა დაცვის მიზანი ღიაობის საშუალების უგულებელყოფითაც ვერ მიიღწევა. უბრალოდ, მარეგულირებლებმა ამ საშუალებაზე ზედმეტად დაყრდნობა თავიდან უნდა აიცილონ, გააცნობიერონ მისი საზღვრები და საჭირო დამატებით საშუალებასთან ერთად გამოიყენონ. ფინანსური განათლება სახელმწიფოს მხრიდან გარანტირებულ ინვესტორთა დაცვის რეგულირებას ვერ ჩაანაცვლებს, მაგრამ ის უნდა განიხილონ, როგორც ამ მოწესრიგების მნიშვნელოვანი დამატებითი მექანიზმი. რა თქმა უნდა, ფინანსური განათლების დონის

---

[48] Franco J A., A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limitis of Simplification, Standford Journal of Law, Business and Finance, Vol.15, 2009, 2.

[49] იქვე, 7.

[50] Ferrarini G., Wymeersch E., Investor Protection in Europe, GB, 2006, 427; 2007 წელს ევროპის კავშირმა დაიწყო ფინანსურ განათლებასთან დაკავშირებით საკუთარი პოლიტიკის განსაზღვრა, იხ., "Communication on Financial Education".

ზრდა გაუმჯობესებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისათვის პანაცეას არ წარმოადგენს, მაგრამ ინვესტორთა განათლების სათანადო დონის გარეშე კარგი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება შეუძლებელია.

დასკვნა

სტატია ინვესტორთა ეფექტიანი დაცვის მიზნის მიღწევაში ინფორმაციული ღიაობის არსსა და საზღვრებს განიხილავს და ასევე, „ევროპელი მცირე ინვესტორის" ცნების განსაზღვრის პრობლემატიკას ეხება. ის მცირე ინვესტორთა შეზღუდული კოგნიტიური უნარების შესახებ ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენებს მოიცავს, რომლებსაც მიწოდებული ინფორმაციის გადამუშავება უძნელდებათ. ღიაობა არ შეიძლება განიხილებოდეს, როგორც მცირე ინვესტორთა დაცვისათვის ეფექტიანი საშუალება, თუკი ისეთ დამატებით საშუალებასთან ერთად არ განხორციელდება, როგორიც ფინანსური განათლება გახლავთ. ამასთან, უახლესი რეფორმები, რომლებიც კვლავ „საშუალო მცირე ინვესტორის" ძალიან გაუგებარ ცნებაზე საუბრობს და ღიაობის დოკუმენტის მოცულობის შემცირებასა და კვლავ გამარტივებაზეა კონცენტრირებული, არ იქნება წარმატებული, ვიდრე ინვესტორთა განათლებისა და მცირე ინვესტორთა ფრაგმენტირებული ევროპული ბაზრის საკითხი არ გადაწყდება. სტატია სტანდარტიზებული ნორმებისა და ღიაობის სტანდარტიზირებული დოკუმენტის შექმნისაკენ ევროპელი მარეგულირებლების სწრაფვას სკეპტიკურად უყურებს მაშინ, როდესაც ევროპის წევრ ქვეყნებში მცირე ინვესტორთა ბაზრებს, ინვესტირების ხასიათს, ინვესტორთა ქცევას, ტრადიციებს, ფინანსური განათლების ხარისხს და ა.შ. შორის აშკარა განსხვავებები არსებობს. შესაბამისად, მიზანშეწონილია, ევროპული ღიაობის ნორმების სტანდარტიზებამდე, ჯერ ბაზრის ფრაგმენტირებულობის პრობლემის გადაჭრა და ევროპის სხვადასხვა წევრ სახელმწიფოში ინვესტორთა კომპეტენციის თანაბარი დონის მიღწევა.