

ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის შემთხვევაში

თამარ ხავთასი

საქართველოს პარლამენტის დარგობრივი ეკონომიკისა და ეკონომიკური პოლიტიკის კომიტეტის წამყვანი სპეციალისტი

I. შესავალი

კაპიტალის ბაზრის განვითარება საქართველოს ეკონომიკის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს გამოწვევას წარმოადგენს. ეკონომიკის სწრაფი ზრდა და დამატებითი სამუშაო ადგილების შექმნა სწორედ ფუნქციაუნარიანი კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით შეიძლება იყოს მიღწეული,¹ რაც დამოკიდებულია როგორც კაპიტალის ბაზრის პროდუქტების ემისიების რაოდენობაზე, ასევე ინვესტიციების დონეზე. ინვესტიციების ზრდა პირდაპირ არის დაკავშირებული კაპიტალის ბაზრისადმი ინვესტორების ნდობაზე, რაც მათი ინტერესების სათანადო დაცვით მიიღწევა. ინვესტორთა სათანადო დაცვა კი ქმედითი საკანონმდებლო რეგულაციების მეშვეობით არის შესაძლებელი.²

ინვესტორის დაცვის მარეგულირებელი ნორმები, კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვის მარეგულირებელ ნორმებთან ერთად, ევროკავშირის კანონმდებლობის ქვაკუთხედს წარმოადგენს,³ რაც ასევე საქართველოს კანონმდებლობაში აისახება ევროკავშირის დირექტივებთან დაახლოების კვალდაკვალ.

ინვესტორის დამცავი ნორმების მიზნობრიობიდან გამომდინარე, ერთმანეთისგან განასხვავებენ ინვესტორთა ინსტიტუციურ დაცვას, რაშიც ინვესტორთა პუბლიკის, „ზეინდივიდუალური“ დაცვა მოიაზრება,⁴ და ინვესტორის ინ-

¹ ემპირიული კვლევები მოწმობენ, რომ ქვეყნები, რომელთაც კაპიტალის ბაზარზე დაფუძნებული ფინანსური სისტემა და, შესაბამისად, მოსახლეობაში აქციონერთა მაღალი რაოდენობა ჰყავთ, ეკონომიკის ზრდის საშუალოზე მაღალი ზრდის ტემპი, სიღარიბისა და უმუშევრობის შედარებით ნაკლები მაჩვენებელი აქვთ [იხ. *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, Köln 2010, 13; *Duisenberg*, The role of financial markets for economic growth, BIS Review 48/2001, 1-6; *Allen/Gale*, A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US, 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 2007-2008 წლების ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა, რომ ინვესტორთა სათანადო დაცვასა და მათგან შედეგად

მიღებულ ნდობას კაპიტალის ბაზრებისადმი გადამწყვეტი მნიშვნელობა ენიჭება, რის მიღწევაც ქმედითი რეგულაციების მეშვეობით არის შესაძლებელი. კრიზისი სწორედ მთელ მსოფლიოში არსებული ფინანსური ბაზრების დერეგულირების შეჯიბრის შედეგი იყო. დიდხანს გაბატონებული შეხედულება, თითქოსდა დერეგულირება ეკონომიკის განვითარების მთავარ კატალიზატორს წარმოადგენდა, არასწორი აღმოჩნდა [*Koschyk*, *Koschyk/Leible/Schäfer* (Hrsg.), *Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte*, Jena 2012, 18].

³ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl., Heidelberg 2020, § 1 Rn. 6; *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, Veil (Hrsg.), 2. Aufl., Tübingen 2014, § 2 Rn. 3; *Merkt*, Unternehmenspublizität, Tübingen 2001, 296; *Bumke*, Hopt/Veil/Kämmerer (Hrsg.), Kapitalmarktgesetzgebung im europäischen Binnenmarkt, Tübingen 2008, 118.

⁴ ინვესტორთა პუბლიკის დაცვა ამავდროულად კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვის მნიშვნელოვან ასპექტად განიხილება, პრაქტიკაში მათი ერთმანეთისგან განცალკევება სშირ შემთხვევაში რთულია [*Bartsch*, *Effektives Kapitalmarktrecht*, Augsburg

დივიდუალურ დაცვას, რაც ცალკეული ინვესტორის ინდივიდუალური ინტერესების დაცვას გულისხმობს.⁵ სტატიაში ყურადღება სწორედ ამ უკანასკნელზე შეჩერდება.

ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა გულისხმობს ცალკეული ინვესტორისთვის სუბიექტური უფლების მინიჭებას, მოითხოვოს კაპიტალის ბაზრის სხვა მონაწილეთა მიერ კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმების ბრალეული დარღვევით მიყენებული ზიანის ანაზღაურება.⁶ აღნიშნული წარმოადგენს დაზარალებული ინვესტორის ინტერესების აღდგენის ყველაზე ეფექტურ საშუალებას, რადგან სწორედ ის არის ყველაზე მეტად დაინტერესებული სათანადო სამართლებრივი შედეგების დადგომით, რომლის უშუალო ადრესატიც, განსხვავებით ადმინისტრაციულსამართლებრივი და სისხლისსამართლებრივი სანქციებისაგან, თვითონვე იქნება. ამავდროულად, სხვა სანქციებთან ერთად სამოქალაქოსამართლებრივი სანქციების დაკისრების საშიშროება კიდევ ერთ დამატებით ფაქტორს წარმოადგენს პოტენციური ზიანის მიმყენებლის ქცევის სამართავად და, ამდენად, ნორმის დარღვევის პრევენციულ ფუნქციას ასრულებს.⁷ ამ თვალსაზრისით, ინვესტორისთვის ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლების მინიჭება მისი ინდივიდუალური სამართლებრივი პოზიციების დაცვასთან ერთად, უპირველეს ყოვლისა, ემსახურება კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმების აღსრუ-

ლებას და, შესაბამისად, კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის დაცვას.⁸

კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმები, რომლებიც ინვესტორის ინდივიდუალურ დაცვას ემსახურება, შეიძლება შეგვხვდეს სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის განმსაზღვრელი სპეციალური ნორმის სახით, რომელიც მოთხოვნის დამოუკიდებელ საფუძველს წარმოადგენს, ან დამცავი ნორმის სახით, რომლის დარღვევის შემთხვევაში ინვესტორს შეუძლია დააყენოს დელიქტური ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნა საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 992-ე მუხლის შესაბამისად.⁹ სხვა მოთხოვნები ზიანის ანაზღაურებაზე, რომლებიც შეიძლება გამომდინარეობდეს ინდივიდუალური სახელშეკრულებო ან სხვა ურთიერთობებიდან, რჩება ხელშეუხებელი.¹⁰

ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვის გაუმჯობესებას განსაკუთრებით უწყობს ხელს სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის განმსაზღვრელი სპეციალური ნორმები.

⁸ *Uhlmann*, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, Tübingen 2021, 349, 350; *Mülbert*, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, ZHR 177 (2013), 160, 172.

⁹ დელიქტური მოთხოვნის წინაპირობას წარმოადგენს დამცავი ნორმის დარღვევა, ვინაიდან კაპიტალის ბაზარზე არსებულ ურთიერთობებში, როგორც წესი, აბსოლუტური სიკეთის დარღვევა გამოირიცხება. დამცავ ნორმად კვალიფიკაციისთვის არასაკმარისია, როცა ნორმის ერთადერთ მიზანს კაპიტალის ბაზრის ფუნქციაუნარიანობის/ინვესტორთა პუბლიკის დაცვა წარმოადგენს და ის არაპირდაპირ, რეფლექსიურად ემსახურება ასევე ცალკეული ინვესტორის ინტერესებს, არამედ ეს უკანასკნელი პირდაპირ უნდა გამომდინარეობდეს კანონმდებლის ნებიდან, რაც უნდა დადგინდეს განმარტების საფუძველზე ნორმის მიზნიდან გამომდინარე. ამდენად, ნორმის ერთ-ერთ მიზანს მაინც უნდა წარმოადგენდეს ინვესტორის ინდივიდუალური დაცვა და, შედეგობრივად, მას უნდა ენიჭებოდეს ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის შესაძლებლობა. [*Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl., Heidelberg 2020, § 1 Rn. 18; *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, Köln 2010, 20-24; BGH, Urt. v. 21.10.1991 – II ZR 204/90, in NJW 1992, 241; BGH, Urt. v. 18.11.2003 – VI ZR 385/02, in NJW 2004, 356, BGH, Urt. v. 26.02.1993 – V ZR 75/92, in NJW 1993, 1580, BGH, Urt. v. 28.03.2006 – VI ZR 50/05, in NJW 2006, 2110, 2112].

¹⁰ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl., Heidelberg 2020, § 1 Rn. 17; § 16 II WpPG; § 26 III 2 WpHG.

2005, 20; *Seiler/Geier*, Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, Band II, 5. Aufl., München 2017, § 104 Rn. 72].

⁵ *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, 51, 334; *Seiler/Geier*, Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, Band II, 5. Aufl., München 2017, § 104 Rn. 72; *Oulds*, Kümpel/Witting (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011, Rn. 14.141.

⁶ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl., Heidelberg 2020, § 1 Rn. 13; *Uhlmann*, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, Tübingen 2021, 349; *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, Köln 2010, 20-21.

⁷ *Uhlmann*, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, Tübingen 2021, 349; *von Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, Köln 2010, 21.

მათი არსებობა ზრდის ინვესტორის ყურადღებას და წარმოადგენს მისთვის დამატებით მოტივაციას, იზრუნოს მისი დაზიანებული ინტერესების აღდგენაზე. ამავდროულად, კანონმდებელი მათი მეშვეობით ზუსტად განსაზღვრავს პასუხისმგებლობის წინაპირობებსა და სამართლებრივ შედეგებს, რათა კაპიტალის ბაზარზე არსებულ გამოწვევებს გაეცეს ერთგვაროვანი და ადეკვატური პასუხი და დაბალანსებულად იქნეს გათვალისწინებული ბაზრის მონაწილეების ურთიერთსაპირისპირო ინტერესები.¹¹

ქართულ სამართალში ასეთი სპეციალური ნორმები თითქმის არ გვხვდება, რაც პირველ რიგში, როგორც კაპიტალის ბაზრის, ასევე კაპიტალის ბაზრის სამართლის განვითარების საწყის ეტაპზე ყოფნით შეიძლება აიხსნას.¹² გამონაკლისს წარმოადგენს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტი, რომელიც ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის შედეგად ინვესტორისთვის მიყენებული ზიანის ანაზღაურების წინაპირობებსა და სამართლებრივ შედეგებს განსაზღვრავს. აღნიშნული ნორმა, რომელიც ფაქტობრივად იმავე შინაარსითაა წარმოდგენილი, როგორც ეს 1998 წელს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიღებისას იყო, შეიცავს არაერთ ხარვეზს. წინამდებარე სტატია სწორედ ამ ნორმისა და მისი ხარვეზების განხილვას ეთმობა, გერმანულ სამართალთან შედარებითი ანალიზის გამოყენებით, რამდენადაც ეს უკანასკნელი კონკრეტული საკითხის შეფასებისთვის რელევანტური იქნება. შედარებითი ანალიზის გერმანულ სამართალთან განხორციელების მიზანშეწონილობა საბუთდება ქართული სამოქალაქო სამართლის უმეტესნი-

ლად გერმანული სამართლის რეცეფციის შედეგად ჩამოყალიბებით. სტატიის თეორიული ბაზისი ეყრდნობა ასევე გერმანულ სამეცნიერო ლიტერატურას.

საკითხის სრულყოფილად წარმოჩენის მიზნით, თავდაპირველად განხილული იქნება, თუ რა არის ემისიის პროსპექტის ვალდებულება და რაში გამოიხატება ამ ვალდებულების დარღვევა, რის შემდეგაც დეტალურად იქნება მიმოხილული ინვესტორის მიერ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის თითოეული წინაპირობა და სამართლებრივი შედეგები.

II. ემისიის პროსპექტის ვალდებულება

პროსპექტი არის ყველაზე მნიშვნელოვანი და დანვრილებითი ინფორმაციის წყარო,¹³ რომელიც ინვესტორებს მიეწოდება წერილობითი ან ელექტრონული ფორმით ან ბეჭდვითი საინფორმაციო საშუალებებით,¹⁴ და რომლის მეშვეობით ინვესტორი იღებს ფასიანი ქაღალდების შეძენის თაობაზე საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად საჭირო არსებით ინფორმაციას.¹⁵ ამდენად, პროსპექტის მიზანს წარმოადგენს ემიტენტსა და კაპიტალის ბაზრის პროდუქტების შემთავაზებელსა და ინვესტორს შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის აღმოფხვრა¹⁶ და ინვესტორისთვის შესაძლებლობის მიცემა, ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკებისა და შანსების გაანალიზების საფუძველზე მიიღოს გააზრებული და მისთვის ხელსაყრელი საინვესტიციო გადაწყვეტილება.¹⁷

¹³ *Donalies, Anlegerschutz bei Investmentfonds, Hamburg 2016, 149.*

¹⁴ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-2 მუხლის მე-12 პუნქტი.

¹⁵ BGH, Urt. v. 19.7.2004 – II ZR 218/03, NJW 2004, 2664.

¹⁶ *Brickmann, Europäisches Kapitalmarktrecht, Veil (Hrsg), 2. Aufl., Tübingen 2014, § 16 Rn. 5.*

¹⁷ Verordnung (EU) 2017/1129 des europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, Erwägungsgrund 3, 7.

¹¹ *Uhlmann, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, Tübingen 2021, 171.*

¹² გერმანიის კანონმდებლობაში ვხვდებით სამოქალაქო-სამართლებრივი პასუხისმგებლობის განმსაზღვრელ არაერთ სპეციალურ ნორმას, მაგალითად, პასუხისმგებლობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევისთვის (§§ 9 ff WpPG, §§ 20 ff VermAnlG, § 306 KAGB), პასუხისმგებლობა შეთავაზების დოკუმენტების ნაკლის გამო (§ 12 WpÜG), ემიტენტის პასუხისმგებლობა (§§ 97 f WpHG).

საქართველოს კანონმდებლობაში პროსპექტის ვალდებულებას ვხვდებით საქართველოს კანონში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, ¹⁸ რომელიც ემიტენტის მიერ ემისიის პროსპექტის გამოქვეყნების ვალდებულებას ითვალისწინებს ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების ეტაპზე (მუხლი 4), და საქართველოს კანონში „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“, რომელიც ავტორიზებული/ალიარებული საინვესტიციო კომპანიისა და ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის მიერ სხვა დოკუმენტებთან ერთად პროსპექტის გამოქვეყნების ვალდებულებას ითვალისწინებს, რათა ინვესტორმა მიიღოს ინფორმირებული გადაწყვეტილება ფონდის ერთეულების შეძენის შესახებ (მუხლი 65). როგორც აღვნიშნეთ, სტატიის განხილვის საგანს წარმოადგენს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობა ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო, ამდენად, პროსპექტის ვალდებულება და მასთან დაკავშირებული პასუხისმგებლობა სწორედ ამ კანონის ჩრილში იქნება განხილული.

ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისას, ასევე ორგანიზებულ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების სავაჭროდ დაშვებისას პროსპექტის გამოქვეყნების ვალდებულებას ადგენს ევროკავშირის 2017 წლის 14 ივნისის მიღებული დადგენილება (EU) 2017/1129, რომელსაც პირდაპირი მოქმედების ძალა გააჩნია ევროკავშირის წევრ სახელმწიფოებში. ¹⁹ გერმანიის კანონმდებ-

ლობაში ამ დადგენილების შემცვებ ფუნქციას ასრულებს გერმანიის კანონი „ფასიანი ქაღალდების პროსპექტის შესახებ“ (WpPG), რომელიც დეტალურად აწესრიგებს პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის წინაპირობებსა და სამართლებრივ შედეგებს. აღნიშნული განპირობებულია იმ გარემოებით, რომ ევროკავშირს არ გააჩნია სამართლის განხორციელების კომპეტენცია სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის სფეროში და აღნიშნული ეროვნული რეგულირების საგნად რჩება. ²⁰

მნიშვნელოვანია ყურადღება შევაჩეროთ იმ გარემოებაზე, რომ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი პროსპექტის ვალდებულებას ადგენს მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების ეტაპზე და, განსხვავებით ევროკავშირის კანონმდებლობისგან, არ ითვალისწინებს ასეთ ვალდებულებას ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებულ ბაზარზე სავაჭროდ დაშვების მიზნებისთვის. ამ უკანასკნელ შემთხვევაში პროსპექტის წარდგენის ვალდებულებას ვხვდებით საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ 2018 წლის 04 ოქტომბერს (ოქმი N8) დამტკიცებულ დებულებაში „საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ“. მართალია, საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდის სავაჭროდ დაშვების საკითხის გადანყვეტა უშუა-

¹⁸ პროსპექტთან დაკავშირებული საკითხები დეტალურად არის მოწესრიგებული „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის საფუძველზე მიღებული საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 7 ოქტომბრის ბრძანებით N179/04 დამტკიცებული „ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და განთავსების ანგარიშის წარდგენის წესით“.

¹⁹ 2017 წლის 14 ივნისის მიღებული დადგენილების (EU) 2017/1129 საფუძველზე გაუქმდა ევროკავშირის დირექტივა 2003/71/EC პროსპექტის შესახებ, რომელთან დაახლოების ვალდებულება საქართველოს აღებული აქვს საქართველო-ევროკავშირის ასოცირების შესახებ შეთანხმების საფუძველზე, შესაბამისად, საქართველომ თავისი კანონმდებლობა დასახელებულ დადგენილებას უნდა დაუახლოვოს. პროსპექტის მარეგულირებელი აქტის დადგენილების ფორმით მიღება გა-

ნპირობებული იყო ევროკავშირის წევრ სახელმწიფოებს შორის პროსპექტთან მიმართებით არსებული განსხვავებული რეგულირებების შემცირების ინტერესით, რადგან, დირექტივისგან განსხვავებით, დადგენილებას მთელ ევროკავშირში პირდაპირი მოქმედების ძალა გააჩნია და, შესაბამისად, ეროვნული კანონმდებლობის მასთან ჰარმონიზების საჭიროება აღარ არსებობს. დადგენილების ძირითადი ნაწილი ძალაში შევიდა 2019 წლის 21 ივლისს [COM (2015) 583 final, 8; Verordnung (EU) 2017/1129 des europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, Erwägungsgrund 5].

²⁰ Assmann, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermaAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 21-25 WpPG Rn. 32.

ლოდ საფონდო ბირჟის კომპეტენციაა, თუმცა აღნიშნულის წინაპირობების განსაზღვრა, მათ შორის, პროსპექტის ვალდებულების დადგენა, რომელიც ინვესტორის ინფორმირების და შესაბამისად მისი დაცვის მნიშვნელოვანი მექანიზმია, ცალსახად წარმოადგენს საკანონმდებლო მოწესრიგების საგანს.

ფასიანი ქაღალდების ემისია საჯარო შეთავაზების გზით გულისხმობს საზოგადოებისადმი მიმართულ წინადადებას, რომელიც შეიცავს საკმარის ინფორმაციას შეთავაზების პირობებისა და შეთავაზებული ფასიანი ქაღალდების შესახებ, რათა ინვესტორს მიეცეს შესაძლებლობა მიიღოს გადაწყვეტილება მათი შეძენის შესახებ (დადგენილების (EU) 2017/1129 მე-2 მუხლის „d“ ქვეპუნქტი). „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-3 მუხლის თანახმად, ეს წინადადება მიმართული უნდა იყოს არანაკლებ 100 პირის ან წინასწარ დაუზუსტებელი რაოდენობის პირთა წრის მიმართ. ამდენად, თუ შეთავაზება ხდება უფრო ნაკლები, წინასწარ განსაზღვრული პირთა წრის მიმართ, პროსპექტის გამოქვეყნების ვალდებულება არ არსებობს. ასევე არ არსებობს პროსპექტის გამოქვეყნების ვალდებულება, როცა ხდება ფასიანი ქაღალდების შეთავაზება მხოლოდ გამოცდილი ინვესტორებისადმი (იხ. ამავე კანონის მე-3 მუხლის მე-6 პუნქტი), ვინაიდან მიიჩნევა, რომ ისინი ნაკლები დაცვის ღირსი არიან. ევროკავშირის კანონმდებლობის შესაბამისად, მნიშვნელოვანია, დაწესდეს ასევე სხვა გამონაკლისი შემთხვევები, რომლებზეც არ გავრცელდება პროსპექტის ვალდებულება (დადგენილების (EU) 2017/1129 1-ლი მუხლი). აღნიშნული რიგ შემთხვევებში გაამარტივებს ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების პროცედურას და დადებითად იმოქმედებს კაპიტალის ბრუნვაზე.

ფასიანი ქაღალდების ემისია, იქნება ეს საჯარო თუ კერძო შეთავაზების გზით, ხშირ შემთხვევაში გრძელდება მათი ორგანიზებულ ბაზარზე სავაჭროდ დაშვებით. ფუნქციონირებადი მეორადი ბაზრის არსებობა, რომლის ფარგლებშიც ფასიანი ქაღალდების კურსი განისაზღვრება და ინვესტორებს შეძენილი ფასიანი ქაღალდების კვლავ გასხვისება შეუძლიათ, მათი

ინტერესებიდან გამომდინარე ძალიან მნიშვნელოვანია. თუმცა, ეს ორი პროცესი ყოველთვის არ არის ერთმანეთთან დაკავშირებული. ფასიანი ქაღალდების ემისია შესაძლოა ისე განხორციელდეს, რომ ემიტირებული ფასიანი ქაღალდები ორგანიზებულ ბაზარზე სავაჭროდ არ დაიშვას და ისინი არასაბირჟო გარიგებების მეშვეობით გასხვისდეს შემდგომში. შესაძლებელია ასევე პირიქით, საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებას წინ არ უძღოდეს ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროცესი, რაც პრაქტიკაში ძირითადად უცხოელი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების საქართველოს საფონდო ბირჟაზე მეორადად დაშვების შემთხვევაში ხდება.²¹

ემიტენტს ევალება პროსპექტის ზოგადი მოხილვის გამოქვეყნებაც, რომელიც უნდა წარმოადგენდეს პროსპექტში წარმოდგენილი ძირითადი ინფორმაციის შეჯამებას. ამ დოკუმენტმა საშუალება უნდა მისცეს ინვესტორს, გაეცნოს მნიშვნელოვან ინფორმაციას ემიტენტის საქმიანობის, ფინანსური მდგომარეობის, გამოსაშვები ფასიანი ქაღალდების მახასიათებლებისა და მათთან დაკავშირებული შესაძლო რისკების შესახებ.²²

ემისიის პროსპექტს გამოქვეყნებამდე ამტკიცებს საქართველოს ეროვნული ბანკი. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი იცნობს როგორც „დამტკიცებული პროსპექტის“, ასევე „საბოლოო პროსპექტის“ ცნებას, რომელიც წარმოადგენს დამტკიცებული პროსპექტისა და დამტკიცებული შეთავაზების საბოლოო პირობების ერთობლიობას (მე-2 მუხლის მე-14-15 პუნქტები). ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება შესაძლებელია დაიწყოს დამტკიცებული პროსპექტის საფუძველზე, მაგრამ ინვესტორებს უნდა მიეწოდოთ საბოლოო პროსპექტი საჯაროდ შეთავაზებული ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის დაწყებამ-

²¹ Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, 19.

²² საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 7 ოქტომბრის ბრძანებით N179/04 დამტკიცებული „ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და განთავსების ანგარიშის წარდგენის წესის“ მე-5 მუხლი.

დე, დაწყებისთანავე ან გაყიდვის პროცესში (მე-5 მუხლის 1-ლი პუნქტი).

პროსპექტის მოქმედების ვადა საბოლოო შეთავაზების პირობების დოკუმენტის დამტკიცებიდან 12 თვე. ამ ვადის გაგრძელება დაუშვებელია, მიუხედავად იმისა, განხორციელდა თუ არა მასში ცვლილებები მისი დამტკიცების შემდგომ.²³

III. ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევა

ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევა, რომელიც პასუხისმგებელი პირის ადმინისტრაციულსამართლებრივი,²⁴ სისხლისსამართლებრივი²⁵ და სამოქალაქოსამართლებრივი²⁶ პასუხისმგებლობის საფუძველს წარმოადგენს, შეგვიძლია ორ კატეგორიად დავყოთ: ნაკლის მქონე პროსპექტის გამოქვეყნება და პროსპექტის გამოქვეყნების გარეშე საჯარო შეთავაზების განხორციელება.

1. ნაკლის მქონე პროსპექტის გამოქვეყნება

ევროკავშირის დადგენილება (EU) 2017/1129 შესავალ დებულებებში განსაზღვრავს, რომ პროსპექტი უნდა შეიცავდეს საკმარის და ობიექტურ ინფორმაციას, რომელიც

არის მოკლედ და გასაგებად ფორმულირებული და მარტივად გასაანალიზებელი.²⁷ პროსპექტის შედგენისას ყურადღება უნდა გამახვილდეს, ინვესტორთა რომელი ჯგუფია მისი ადრესატი, როგორი ინფორმაციული მდგომარეობა აქვთ მათ, რა თავისებურებები ახასიათებს შეთავაზებულ ფინანსურ პროდუქტს და შესაბამისად, რომელი გარემოებებია არსებითი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად.²⁸ აღნიშნულიდან გამომდინარე, შეგვიძლია გამოვყოთ ძირითადი პრინციპები პროსპექტთან მიმართებით, კერძოდ, პროსპექტი უნდა შეიცავდეს ყველა არსებით ინფორმაციას, უნდა იყოს სწორად, მკაფიოდ და გასაგებად ფორმულირებული. მნიშვნელოვანია აქტუალურობის პრინციპიც: პროსპექტი უნდა ეფუძნებოდეს უახლეს ინფორმაციას. რომელიმე მათგანის დარღვევის შემთხვევაში პროსპექტი ნაკლის მქონე იქნება.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტი ნაკლის მქონედ ასახელებს პროსპექტს, რომელშიც არსებითი მოვლენა არ არის გადმოცემული ან გადმოცემულია არასწორად. მართალია, კანონის ტექსტი პირდაპირ არ ასახელებს პროსპექტის მკაფიოობისა და აქტუალურობის პრინციპებს, თუმცა, ისინი უნდა მოვიზიაროთ დასახელებული ორი პრინციპის შემადგენელ ნაწილებად. ასე მაგალითად, მხოლოდ მკაფიოდ და გასაგებად ფორმულირებულ მონაცემებს შეუძლიათ ინვესტორის სრულყოფილად ინფორმირება,²⁹ მხოლოდ აქტუალური მონაცე-

²³ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 7 ოქტომბრის ბრძანებით N179/04 დამტკიცებული „ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და განთავსების ანგარიშის წარდგენის წესის“ მე-3 მუხლის მე-9 პუნქტი.

²⁴ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-12 მუხლი განსაზღვრავს პროსპექტზე პასუხისმგებელი პირების ადმინისტრაციულსამართლებრივ პასუხისმგებლობას, რომელიც ამავე კანონის 55-ე და 55¹-ე მუხლებისა და მათ საფუძველზე შემუშავებული საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2012 წლის 14 თებერვლის N35/04 ბრძანებით დამტკიცებული წესის მე-2 მუხლით განისაზღვრება.

²⁵ საქართველოს სისხლის სამართლის კოდექსის 213-ე მუხლი.

²⁶ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტი.

²⁷ Verordnung (EU) 2017/1129 des europäischen Parlaments und des Rates, vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, Erwägungsgrund 27.

²⁸ Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2009, Rn. 767; Verordnung (EU) 2017/1129 des europäischen Parlaments und des Rates, vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, Erwägungsgrund 27.

²⁹ Schlitt, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 5 WpPG Rn. 10.

მები აწვდიან ინვესტორს სწორ სურათს საინვესტიციო პროდუქტის შესახებ.

არსებით ინფორმაციაში მოიაზრება ყველა ის ინფორმაცია, რომელიც საშუალებას მისცემს ინვესტორს შეაფასოს ემიტენტის აქტივები და ვალდებულებები, საწარმოს სამომავლო გეგმები, საწარმოს საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკები, ფასიანი ქაღალდების ფლობასთან დაკავშირებული უფლებები, შეზღუდვები და პროცედურები, ასევე ემისიის მიზეზი და მისი სავარაუდო გავლენა ემიტენტზე.³⁰ პროსპექტში მოცემული მონაცემები შეიძლება იყოს ფაქტები, შეფასებები, პროგნოზები, რომლებიც საკმარის და სათანადო ფაქტობრივ გარემოებებს ეფუძნება.³¹ პროსპექტში გადმოსაცემი მონაცემების მინიმალურ ჩამონათვალს ვხვდებით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტში. გამონაკლისის სახით, ეროვნულმა ბანკმა შესაძლოა დაუშვას, რომ ემიტენტისთვის განსაკუთრებით სენსიტიური ინფორმაცია პროსპექტში არ აისახოს, თუ გარემოებების გათვალისწინებით ამ ინფორმაციის გასაჯაროება ემიტენტს დიდი ოდენობით ზიანს მიაყენებს, იმ დათქმით, რომ ინფორმაციის გაუმჟღავნებლობა არ გამოიწვევს ინვესტორის შეცდომაში შეყვანას იმ ფაქტებთან და გარემოებებთან დაკავშირებით, რომლებიც აუცილებელია ემიტენტისა და ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული უფლებების შესაფასებლად.³²

³⁰ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 7 ოქტომბრის ბრძანებით N179/04 დამტკიცებული „ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და განთავსების ანგარიშის წარდგენის წესის“ მე-4 მუხლის 1-ლი პუნქტი.

³¹ Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2009, Rn. 768.

³² Verordnung (EU) 2017/1129 des europäischen Parlaments und des Rates, vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, Erwägungsgrund 56; საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 7 ოქტომბრის ბრძანებით N179/04 დამტკიცებული „ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და განთავსების ანგარიშის წარდგენის წესის“ მე-4 მუხლის მე-6 პუნქტი.

იმისათვის, რომ ინვესტორმა შეძლოს ემიტენტისა და საინვესტიციო პროდუქტის სათანადო შეფასება და მისთვის ხელსაყრელი გადაწყვეტილების მიღება, პროსპექტის მონაცემები უნდა იყოს სწორი.³³ შესაფასებელია როგორც პროსპექტში მოცემული ფაქტების, ასევე შეფასებების და პროგნოზების სისწორე.³⁴ შეფასებები და პროგნოზები მხოლოდ იმ შემთხვევაში შეიძლება მივიჩნიოთ არასწორად, თუ ისინი არასაკმარის ფაქტობრივ გარემოებებს ეყრდნობიან.³⁵ ამასთან, პროსპექტის შეფასებისას ცალკეული მონაცემის სისწორე გადამწყვეტი არ არის, თუ ის იმგვარად არის ფორმულირებული, რომ შედეგად პროსპექტის საერთო სურათი „შეცდომაში შემყვანია“³⁶ და პირიქით, შესაძლოა ცალკეული მონაცემი არასწორი იყოს ან ის საერთოდ არ იყოს მოცემული პროსპექტში, მაგრამ ეს არ ახდენდეს გავლენას პროსპექტის საერთო სურათზე და ინვესტორის წარმოდგენებზე და ამიტომ, პროსპექტი არ უნდა განვიხილოთ ნაკლის მქონედ.³⁷

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, პროსპექტში წარმოდგენილი ინფორმაცია უნდა იყოს გადმოცემული მოკლედ, გასაგები ენით და იძლეოდეს მისი მარტივად გაანალიზების საშუალებას.³⁸ პროსპექტი არ უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას, რომელიც არ არის არსებითი ხასიათის ან ემიტენტისთვის და მის მიერ გამოცემული ფასია-

³³ Holzborn/Mayston, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl. 2014, § 5 WpPG Rn. 5; Meyer, Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf (Hrsg.), WpPG und EU-ProspektVO, 2. Aufl. 2016, § 5 WpPG Rn. 7.

³⁴ Habersack, Habersack/Mülbelt/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, München 2008, § 28 Rn. 16.

³⁵ Schlitt, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 5 WpPG Rn. 12.

³⁶ Schlitt, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 5 WpPG Rn. 12.

³⁷ Meyer, Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf (Hrsg.), WpPG und EU-ProspektVO, 2. Aufl. 2016, § 5 WpPG Rn. 10.

³⁸ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2020 წლის 7 ოქტომბრის ბრძანებით N179/04 დამტკიცებული „ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და განთავსების ანგარიშის წარდგენის წესის“ მე-4 მუხლის მე-2 პუნქტი.

ნი ქალაქებისთვის არ არის სპეციფიკურად დამახასიათებელი, რადგან აღნიშნული გამოიწვევს საინვესტიციო გადანაცვლების მისაღებად საჭირო რელევანტური ინფორმაციის ყურადღების მიღმა დატოვებას.³⁹

პროსპექტის მონაცემების სისრულე და სისწორე უნდა არსებობდეს პროსპექტის გამოქვეყნების მომენტში (აქტუალურობის პრინციპი).⁴⁰ „ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-8 პუნქტის თანახმად, ტექსტში მოცემული აღწერა შესაძლო უახლეს თარიღს უნდა შეესაბამებოდეს. დამტკიცებულ პროსპექტში ცვლილებების შეტანის წესებს აწესრიგებს ამავე კანონის მე-5 მუხლი.

გერმანიის სასამართლო პრაქტიკის თანახმად, პროსპექტის შეფასების ნიშნულს, თუ რამდენად შეიცავს ის ყველა არსებით ინფორმაციას, არის სწორი და გასაგებად ფორმულირებული, წარმოადგენს საშუალო ინვესტორის სურათი.⁴¹ საშუალო ინვესტორად მიიჩნევა პირი, რომელიც ერკვევა კაპიტალის ბაზარზე არსებულ სამართლებრივ და ეკონომიკურ ურთიერთობებში.⁴²

სისწორისა და მკაფიოობის მოთხოვნებს ასევე უნდა აკმაყოფილებდეს პროსპექტის ზოგადი მიმოხილვა. ზოგადი მიმოხილვა შეიძლება შეფასდეს ნაკლის მქონედ, თუ ის პროსპექტის სხვა ნაწილებთან წინააღმდეგობაში მოდის და საინვესტიციო პროდუქტის ძირითადი მახა-

სიათებლების, შანსებისა და რისკების შესახებ არასწორი წარმოდგენების შექმნას იწვევს.⁴³

2. საჯარო შეთავაზება ემისიის პროსპექტის გამოქვეყნების გარეშე

პროსპექტის ვალდებულება ირღვევა ასევე იმ შემთხვევაში, თუ „ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის 1-ლი პუნქტისა და მე-5 მუხლის 1-ლი პუნქტის მოთხოვნათა საწინააღმდეგოდ, ფასიანი ქალაქების საჯარო შეთავაზება და გასხვისება ხორციელდება პროსპექტის გამოქვეყნების გარეშე. საჯარო შეთავაზება შეიძლება დაიწყოს მხოლოდ პროსპექტის გამოქვეყნებისთანავე ან მისი გამოქვეყნების შემდეგ.

პროსპექტის გამოუქვეყნებლობას უთანაბრდება შემთხვევა, როცა ის საზოგადოებისათვის ხელმისაწვდომია, მაგრამ არ არის დამტკიცებული საზედამხედველო ორგანოს მიერ.⁴⁴ „ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-6 მუხლი პირდაპირ კრძალავს ემისიის პროსპექტის გავრცელებას საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ მის დამტკიცებამდე. ანალოგიურად განიხილება შემთხვევა, როცა გამოქვეყნდება ისეთი პროსპექტი, რომელიც მოქმედი აღარ არის.⁴⁵ როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, პროსპექტის მოქმედების ვადა შეადგენს 12 თვეს და ამ ვადის გაგრძელება დაუშვებელია.

IV. სპეციალური ნორმით განსაზღვრული სამოქალაქო სამართლებრივი პასუხისმგებლობა ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო

ვიდრე პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო სპეციალური ნორმით განსაზღვრუ-

³⁹ Verordnung (EU) 2017/1129 des europäischen Parlaments und des Rates, vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, Erwägungsgrund 27; Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2009, Rn. 769.

⁴⁰ Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2009, Rn. 768.

⁴¹ BGH, Urt. v. 12.07.1982 – II ZR 175/81, NJW 1982, 2823, 2824; Assmann, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 21-25 WpPG Rn. 37.

⁴² Kontogeorgou, das IPR der Kapitalmarktdelikte, Berlin 2018, 9.

⁴³ Assmann, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 21-23 WpPG Rn. 53, 54.

⁴⁴ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 24 WpPG Rn. 5.

⁴⁵ Pankoke, Just/Voß/Ritz/Zeising (Hrsg.), WpPG und EU-Prospektverordnung, München 2009, § 13a VerkprospG Rn. 7.

ლი სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის მხარეებს, წინაპირობებსა (მიზეზობრივი კავშირი პროსპექტის ვალდებულების დარღვევასა და ინვესტორის მიერ მიღებულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებასა და დამდგარ ზიანს შორის, პასუხისმგებელი პირების ბრალეულობა, დამდგარი ზიანი) და სამართლებრივ შედეგებს განვიხილავთ, მნიშვნელოვანია მოკლედ შევეხოთ მის დოგმატურ ადგილს სამოქალაქო სამართლის სისტემაში. აღნიშნული მნიშვნელოვანია როგორც სამართლებრივი შედეგების ანალიზის თვალსაზრისით, ასევე საერთაშორისო კერძოსამართლებრივი დავების შემთხვევაში, რამდენადაც მისი სამართლებრივი კვალიფიკაციის მიხედვით განისაზღვრება, თუ რომელი ქვეყნის სამართალი უნდა იყოს გამოყენებული დავის გადაწყვეტისას.⁴⁶

გერმანიაში არსებული გაბატონებული შეხედულების თანახმად,⁴⁷ პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობა წარმოადგენს წინასახელშეკრულებო ნდობის გაწევის დაფუძნებული პასუხისმგებლობის სპეციალურ შემადგენლობას.⁴⁸ ამ შემთხვევაში საქმე ეხება ე.წ. „ტიპიზირებულ“ ნდობას, რომ-

ლის 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.⁴⁹ ინვესტორს აქვს მოლოდინი, რომ პროსპექტზე პასუხისმგებელმა პირებმა პროსპექტი საჭირო გულისხმიერებით შეამოწმეს და მასში ყველა არსებითი მნიშვნელობის მქონე ინფორმაცია ასახეს.⁵⁰ ამდენად, ინვესტორს აქვს ნდობა პროსპექტში ასახული ინფორმაციის სისრულისა და სისწორისადმი და ამ ნდობის საფუძველზე იღებს საინვესტიციო გადაწყვეტილებას.

1. სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის მხარეები

1.1. ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნაზე უფლებამოსილი პირი

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტის თანახმად, ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნაზე უფლებამოსილი პირი არის საჯარო შეთავაზებით გაყიდული ფასიანი ქაღალდების შემძენი, რომელმაც ნაკლის მქონე ემისიის პროსპექტის საფუძველზე ან ემისიის პროსპექტის გარეშე (თუ ემისიის პროსპექტის გამოქვეყნება არ განხორციელებულა კანონის მოთხოვნათა შესაბამისად) მიიღო საინვესტიციო გადაწყვეტილება. ინდივიდუალური დაცვის ყველა დაზარალებულ სუბიექტზე გავრცელების მიზნით, მიზანშეწონილია, ნორმამ დააკონკრეტოს, რომ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება აქვს როგორც ფასიანი ქაღალდების არსებულ მფლობელს, ასევე მის ძველ მფლობელს, რომელმაც ნაკლის მქონე პროსპექტის საფუძველზე ან მის გარეშე შეიძინა ფასიანი ქაღალ-

⁴⁶ Einsele, Internationales Prospekthaftungsrecht – Kollisionsrechtlicher Anlegerschutz nach der Rom II-Verordnung, ZEuP 2012, 23, 24.

⁴⁷ გავრცელებულია ასევე მოსაზრება იმის თაობაზე, რომ ის წარმოადგენს დელიქტური ტიპის მოთხოვნას, რადგან ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება ნაკლის მქონე პროსპექტის საფუძველზე ან პროსპექტის გარეშე უკვე წარმოადგენს ზიანის მიმყენებელ ქმედებას, მიუხედავად იმისა, რომ ამ დროისათვის ინვესტორსა და პროსპექტზე პასუხისმგებელ პირებს შორის ხელშეკრულება ჯერ კიდევ არ დადებულია. აღნიშნულ მოსაზრებას იზიარებს ასევე ევროკავშირის მართლმსაჯულების სასამართლო [Assmann, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 21-25 WpPG Rn. 30; Einsele, Internationales Prospekthaftungsrecht – Kollisionsrechtlicher Anlegerschutz nach der Rom II-Verordnung, ZEuP 2012, 23, 27; EuGH v. 28.1.2015 – Rs. C-375/13, ZIP 2015, 1486 Rn.44 – „Kollassa“].

⁴⁸ „kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung“ [Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, Rn. 2277; Schwark, Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010, §§ 44, 45 BörsG Rn. 5; Buck-Heeb/Diekmann, Grundlagen der Prospekthaftung, ZHR 184, 2020, 646, 655.

⁴⁹ Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, Rn. 2277; BGHZ 71, 284, 287 ff.; 72, 284, 287; 79, 337, 340 f.; 83, 222, 223 f.; 123, 106, 109 f.; BGHZ 79, 337, 342; 83, 222, 224. Herresthal, in Grosskommentar zum Zivilrecht, München 2018, § 311 BGB Rn. 549.

⁵⁰ BGHZ 71, 284, 287 f.

დები და შემდგომ გაასხვისა ისინი. გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, მათ მიმართ დგება განსხვავებული სამართლებრივი შედეგები, რასაც დაწვრილებით ქვემოთ განვიხილავთ (§§ 9 II, 14 II WpPG).

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი არ ითვალისწინებს პროსპექტის ვალდებულებას ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებულ ბაზარზე სავაჭროდ დაშვების მიზნებისათვის, შესაბამისად, ნორმა ზიანის ანაზღაურებაზე უფლებამოსილ სუბიექტად ასახელებს მხოლოდ „საჯარო შეთავაზებით გაყიდული“ ფასიანი ქაღალდების შემძენს. აღნიშნული ხარვეზის აღმოფხვრის პარალელურად გაფართოვდება ზიანის ანაზღაურებაზე უფლებამოსილ პირთა წრეც.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტის 1-ლი წინადადება შეიცავს საკმაოდ ბუნდოვან ჩანაწერს „აქციის მფლობელის“ მიმართ ზიანის ანაზღაურებასთან დაკავშირებით ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო. „აქციის მფლობელში“, ამავე კანონის მე-3 მუხლის მე-3 პუნქტის გათვალისწინებით, უნდა მოვიაროთ ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების მფლობელი, რომელმაც სურვილი გამოთქვა მის მფლობელობაში არსებული ფასიანი ქაღალდების ემიტენტის მიერ დაგეგმილი საჯარო შეთავაზების ფარგლებში გასხვისების თაობაზე. გამომდინარე იქედან, რომ ამ ჩანაწერში მოაზრებულ აქციის მფლობელს ნაკლის მქონე პროსპექტის საფუძველზე ფასიანი ქაღალდი არ შეუძენია და, ამდენად, არ წარმოადგენს ინვესტორს, რომელსაც ზიანი მიადგა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო, მასთან მიმართებით ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის საფუძვლიანობაზე ყურადღება არ შეჩერდება. მიზანშეწონილი იქნებოდა, მისი, როგორც აქციონერის, ინტერესების დაცვა განხორციელდეს არა კაპიტალის ბაზრის სამართლით, არამედ საკორპორაციო სამართლით განსაზღვრული აქციონერის დაცვის მექანიზმების მეშვეობით.

გერმანული კანონმდებლობის თანახმად, შემძენს აქვს ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის

უფლება, თუ შეძენის გარიგება დაიდება ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების პირველად განხორციელებიდან ექვსი თვის ვადაში (§ 10 WpPG). გაბატონებული შეხედულების თანახმად, აღნიშნული ემსახურება სამართლებრივი უსაფრთხოების უზრუნველყოფას იმ გეგმით, რომ საზოგადოებისთვის ცნობილია, რამდენ ხანს შეიძლება მოქმედებდეს პროსპექტის მიერ შექმნილი ე.წ. საინვესტიციო განწყობა, რომელიც მიზეზობრივ კავშირშია ინვესტორის მიერ საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებასთან და დამდგარ ზიანთან.⁵¹ საქართველოს კანონმდებლობა ასეთ ვადას არ ითვალისწინებს, რაც მართებულ გადანყევტად უნდა მივიჩნიოთ. ექვსთვიანი ვადის დაწესება წინააღმდეგობაში მოვიდოდა პროსპექტის მოქმედების ვადასთან, რომელიც, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საჯარო შეთავაზების საფუძველს წარმოადგენს საბოლოო შეთავაზების პირობების დოკუმენტის დამტკიცებიდან 12 თვის განმავლობაში. ექვსთვიანი ვადის განსაზღვრა კრიტიკის საგანია ასევე გერმანიაში.⁵²

1.2. ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნაზე პასუხისმგებელი პირი

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტი ნაკლის მქონე პროსპექტზე პასუხისმგებელ პირად ასახელებს ფასიანი ქაღალდების ემიტენტს და ადგენს შესაძლო პასუხისმგებლობას

- ემიტენტის წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი პირისა და სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარის მიმართ, რომლებმაც პროსპექტს ხელი მოაწერეს სოლიდარულად;

- ყოველი საბროკერო კომპანიისა და ბროკერის ან შესაბამისი ლიცენზიის მქონე ფინანსური ინსტიტუტის მიმართ, რომლებიც მოქმედებენ ემიტენტის სახელით, ფასიანი ქაღალდების

⁵¹ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 59. Hamann, Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl. 2013, §§ 44, 45 Rn. 124.

⁵² Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 59.

შეთავაზების ხელშეკრულების საფუძველზე (შემთავაზებელი);

- ყოველი აუდიტორისა თუ სხვა ექსპერტის მიმართ, რომელმაც განაცხადა თანხმობა მის, როგორც ემისიის პროსპექტის ნაწილის ავტორის, მოხსენიებაზე – ემისიის პროსპექტის მის მიერ მომზადებულ ნაწილში არსებითი მოვლენის არასწორად გადმოცემისთვის ან გამოტოვებისთვის.

ეს პირები ემიტენტის ანალოგიურად პასუხისმგებელი იქნებიან ინვესტორის წინაშე, „თუ მათ დაეკისრებათ პასუხისმგებლობა დასახელებული მუხლის მე-12 პუნქტის შესაბამისად“, სადაც მათ ადმინისტრაციულსამართლებრივ პასუხისმგებლობაზეა საუბარი. აღნიშნული ჩანაწერი შესაძლოა გაგებულ იქნეს ორგვარად. (1) თუ ჩავთვლით, რომ მისი მიზანია, დასახელებული პირების სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის წინაპირობად მათდამი ადმინისტრაციულსამართლებრივი პასუხისმგებლობის დაკისრების განსაზღვრა, ის წინააღმდეგობაში მოვა სამოქალაქო სამართალწარმოების პრინციპებთან. ადმინისტრაციული პასუხისმგებლობის დაკისრების ფაქტი პირის მიმართ არათუ სამოქალაქოსამართლებრივი დავის დაწყების წინაპირობა არ შეიძლება იყოს, არამედ მას პირის სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის განსაზღვრისას პრეიუდიციული მნიშვნელობაც არ ენიჭება.⁵³ (2) მარ-

თებული იქნება, თუ ჩავთვლით, რომ აღნიშნული ჩანაწერის მიზანია მითითება გაკეთდეს ამავე მუხლის მე-13 პუნქტით განსაზღვრულ პირის პასუხისმგებლობის გამომრიცხავ გარემოებებზე, რაზეც, თავის მხრივ, მიუთითებს მე-12 პუნქტი. მე-13 პუნქტის თანახმად, პირის ადმინისტრაციულსამართლებრივი პასუხისმგებლობა გამომრიცხულია (გარდა ემიტენტისა), თუ ემისიის პროსპექტში პირდაპირ არის მითითებული ამის შესახებ ან თუ მას შეუძლია დაამტკიცოს, რომ არ მიუღია მონაწილეობა საბოლოო პროსპექტის შედგენაში ან არ მიუძღვის ბრალი პროსპექტში არასრული ან არასწორი ინფორმაციის ასახვაში. აქვე აღსანიშნავია, რომ საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 395-ე მუხლის მე-2 ნაწილის გათვალისწინებით, პირის მიერ პროსპექტის ვალდებულების განზრახ დარღვევის შემთხვევაში, მისი ზიანის ანაზღაურებისგან განთავისუფლება პროსპექტში წინასწარ გაკეთებული დათქმის საფუძველზე დაუშვებელია. გერმანიის კანონმდებლობა პირდაპირ ითვალისწინებს, რომ წინასწარი შეთანხმება, რომელიც ამცირებს პირის პასუხისმგებლობას პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო ან ათავისუფლებს მისგან, არ არის ქმედითი და არ გამომრიცხავს მის მიმართ ინვესტორის მოთხოვნას ზიანის ანაზღაურებაზე (§ 16 I WpPG). პასუხისმგებელი პირების ბრალთან დაკავშირებული საკითხი დეტალურად განხილულია ქვემოთ შესაბამის ქვეთავში.

განვიხილოთ პასუხისმგებლობის თითოეული შესაძლო სუბიექტი.

დამატებით დასაბუთებას არ საჭიროებს ემიტენტის პასუხისმგებლობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო, რომელიც პროსპექტის ინიციატორია და ცენტრალურ ადგილს იკავებს ამ ვალდებულების შესრულებისას. თუ პროსპექტის ფაქტობრივად შემქმნელი მესამე პირია, ემიტენტის პასუხისმგებლობა გამომდინარეობს იმ გარემოებიდან, რომ ის ეყრდნობა ემიტენტის მიერ მიწოდებულ ინფორმაციას.⁵⁴ ემიტენტი პროსპექტის ხელმოწე-

⁵³ იხ. საქართველოს სამოქალაქო საპროცესო კოდექსის 106-ე მუხლის „ბ“ ქვეპუნქტი, სადაც საუბარია მხოლოდ სამოქალაქო საქმეზე მიღებული გადაწყვეტილების პრეიუდიციულ მნიშვნელობაზე. აქვე მნიშვნელოვანია აღვნიშნოთ, რომ პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობასთან დაკავშირებული სამოქალაქო დავა, თუნდაც არსებობდეს ადმინისტრაციულსამართლებრივი აქტი პასუხისმგებელი პირის მიმართ სანქციის დაკისრების თაობაზე, არ წარმოადგენს გამარტივებულ წესით საქართველოს სამოქალაქო საპროცესო კოდექსის XXXIV³ თავის შესაბამისად, ვინაიდან პროსპექტის ვალდებულების დარღვევა თავისთავად არ ნიშნავს, რომ ამის შედეგად ზიანი მიადგა ინვესტორს/ინვესტორებს. სამოქალაქო საქმეთა განმხილველი სასამართლო, ინვესტორის მიმართვის შემთხვევაში, თავად განსაზღვრავს კონკრეტულ შემთხვევაში როგორც ზიანის მიყენების ფაქტს წარდგენილი მტკიცებულებების საფუძველზე, ასევე სარჩელში დასახელებული პირის პასუხისმგებლობას მისი ბრალეულობის შესაბამისად.

⁵⁴ Roberto/Wegmann, Prospekthaftung in der Schweiz, SZW/RSDA 4 /2001, 161, 174.

რით ასევე ყველასათვის შეცნობადად იღებს პასუხისმგებლობას მის შინაარსზე.

რაც შეეხება ემიტენტის წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი პირისა⁵⁵ და სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარის პასუხისმგებლობას, რომლებმაც პროსპექტს ხელი მოაწერეს სოლიდარულად,⁵⁶ აღსანიშნავია, რომ მათ პასუხისმგებელ სუბიექტებად არსებობის შესაძლებლობას უშვებს ასევე ევროკავშირის დადგენილება (EU) 2017/1129 და არაერთი ქვეყნის კანონმდებლობა.⁵⁷ იმ შემთხვევაში, თუ ეს სუბიექტები ხელს არ მოაწერენ პროსპექტს საკუთარი სახელით და შესაბამისად, ყველასათვის შეცნობადად არ აიღებენ პასუხისმგებლობას, შესაძლოა მაინც დადგეს მათი პასუხისმგებლობა გერმანულ სამართალში არსებული გადაწყვეტის გათვალისწინებით. კერძოდ, გაბატონებული შეხედულების თანახმად, ასეთ შემთხვევაში დადგება მმართველი ორგანოს ნევრების პასუხისმგებლობა, თუ მათ პროსპექტის შედგენის პროცესი მნიშვნელოვანწილად წარმართეს და ემისიისადმი საკუთარი ეკონომიკური ინტერესი გააჩნიათ.⁵⁸ ეს უკანასკნელი შეიძლება დასაბუთდეს, მაგალითად, იმ გარემოე-

ბით, რომ ისინი საწარმოში საკუთარ აქციათა პაკეტს ფლობენ.⁵⁹

პასუხისმგებლობის შესაძლო სუბიექტად დასახელებულია ასევე ფასიანი ქაღალდების შემთავაზებელი.⁶⁰ ფასიანი ქაღალდების შემთავაზებელი ცენტრალურ როლს ასრულებს ემისიის განხორციელებისას, ის პასუხისმგებელია მთლიანი ემისიის პროცესის ორგანიზებაზე, შესაბამისად, ემისიისათვის საჭირო დოკუმენტაციის შეგროვებაზე, რომელთა შორის, პირველ რიგში, ემისიის პროსპექტი მოიაზრება.⁶¹ გერმანიის კანონმდებლობის თანახმად, შემთავაზებელმა ნებისმიერ შემთხვევაში უნდა აიღოს პასუხისმგებლობა პროსპექტის შინაარსზე (WpPG § 8).

დაბოლოს, პასუხისმგებლობის შესაძლო სუბიექტად დასახელებულია ასევე ყოველი აუდიტორი თუ სხვა ექსპერტი, რომელმაც განაცხადა თანხმობა მისი, როგორც ემისიის პროსპექტის ნაწილის ავტორის, მოხსენიებაზე. ამ პირების პასუხისმგებლობას იცნობს ასევე სხვა ქვეყნების კანონმდებლობაც,⁶² მაგრამ უარყოფილია გერმანიის სამართალში იმ არგუმენტზე დაყრდნობით, რომ მხოლოდ არასწორი მასალის მიწოდებით, ფასიანი ქაღალდების ემისიისადმი საკუთარი ეკონომიკური ინტერესის გაჩენაზე ამ პირების პასუხისმგებლობის შემადგენლობა არ დასაბუთდება.⁶³ განუვლი სამუშაოს სანაცვლოდ მხოლოდ ანაზღაურების მიღების ინტერესი ასეთად არ აღიქმება.⁶⁴ სხვა არგუმენ-

⁵⁵ ნორმაში უნდა მიეთითოს ხელმძღვანელობასა და წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი პირის/ ხელმძღვანელი ორგანოს ნევრების პასუხისმგებლობაზე.

⁵⁶ წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილი პირის ხელმოწერაში უნდა ვიგულისხმოდ მისი არა როგორც ემიტენტის წარმომადგენლის ხელმოწერა, არამედ მან პროსპექტს ხელი უნდა მოაწეროს საკუთარი სახელით და ამით სხვებისთვის შეცნობადად საკუთარი სახელით აიღოს პასუხისმგებლობა პროსპექტზე [Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 45].

⁵⁷ მაგალითისთვის, აშშ-ის კანონმდებლობის თანახმად (sec. 11 (a) (2) des US-amerikanischen Securities Act) პასუხისმგებელია ყველა, ვინც პროსპექტის შედგენის დროისათვის ემიტენტის დირექტორი იყო, ანალოგიურ გადაწყვეტას ითვალისწინებს დიდი ბრიტანეთის (sec. 152 (1) (b) des britischen Financial Services Act 1986), შვეიცარიის სამართალი [იხ., Roberto/Wegmann, Prospekthaftung in der Schweiz, SZW/RSDA 4 /2001, 161, 174.] და სხვა.

⁵⁸ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 45, Groß, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., München 2022, § 9 WpPG Rn. 47.

⁵⁹ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 45, Groß, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., München 2022, § 9 WpPG Rn. 47.

⁶⁰ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-3 მუხლის მე-2 პუნქტი ადგენს ემიტენტის ვალდებულებას, დადოს ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების ხელშეკრულება ფასიანი ქაღალდების განთავსების შესახებ საბროკერო კომპანიასთან ან შესაბამისი ლიცენზიის მქონე ფინანსურ ინსტიტუტთან.

⁶¹ Roberto/Wegmann, Prospekthaftung in der Schweiz, SZW/RSDA 4 /2001, 161, 175.

⁶² ESMA, Report: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, ESMA/2013/619 vom 30.03.2013, 12 (28).

⁶³ RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 54, 78.

⁶⁴ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 24 WpPG Rn. 49.

ნტის თანახმად, პასუხისმგებლობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო არის პასუხისმგებლობა მთლიანი პროსპექტისთვის და არა მისი ცალკეული ნაწილისთვის.⁶⁵ აღნიშნული მსჯელობა კრიტიკას იმსახურებს თავად გერმანიაშიც⁶⁶ და არ არის გასაზიარებელი, ერთი მხრივ, იმ გარემოებაზე დაყრდნობით, რომ დასახელებული სუბიექტები პროსპექტში მათი, როგორც პროსპექტის ნაწილის ავტორის, მოხსენიებით ყველასათვის შეცნობადად იღებენ პასუხისმგებლობას მათ მიერ შედგენილი ნაწილის შინაარსზე, და თუნდაც, მათ არ აიღონ პასუხისმგებლობა ამ ფორმით, ისინი მაინც უნდა განვიხილოთ პასუხისმგებელ სუბიექტებად, ვინაიდან მათ ფაქტობრივად მიიღეს მონაწილეობა პროსპექტის შედგენაში და განსაზღვრეს მისი შინაარსი. მეორე მხრივ, ევროკავშირის კანონმდებლობა იცნობს დიფერენცირებულ, პროსპექტის მხოლოდ ცალკეულ ნაწილზე პასუხისმგებლობის აღების შესაძლებლობას.⁶⁷

ევროკავშირის დადგენილება (EU) 2017/1129 ითვალისწინებს, ასეთის არსებობის შემთხვევაში, ასევე გარანტიის მიმცემის პასუხისმგებლობას, რომელიც იძლევა გარანტიას პროსპექტში ასახული მონაცემების სისწორის თაობაზე (მუხლი 11). მნიშვნელოვანია, საქართველოს კანონმდებლობამაც გაითვალისწინოს ამ სუბიექტის პასუხისმგებლობა.

⁶⁵ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 24 WpPG Rn. 49; Groß, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., München 2022, § 9 WpPG Rn. 48.

⁶⁶ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 24 WpPG Rn. 54.

⁶⁷ იხ. შემდეგი დადგენილების დანართები, სადაც გარკვევით არის დიფერენცირებული პასუხისმგებლობის აღება მთლიანი პროსპექტისთვის და მისი ცალკეული ნაწილებისთვის - Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission [Groß, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., München 2022, § 9 WpPG Rn. 48].

გერმანიის სამართალი პროსპექტზე პასუხისმგებელ პირებს შორის მოიაზრებს ასევე „პროსპექტის ფაქტობრივ ავტორებს“, რომელთა შორის იგულისხმებიან ის პირები, რომლებსაც გააჩნიათ კაპიტალის ბაზრის პროდუქტების ემისიისადმი ეკონომიკური ინტერესი⁶⁸ და მის შინაარსზე არსებით გავლენას ახდენენ.⁶⁹ მაგალითად, ეს შეიძლება იყოს მსხვილი აქციონერი, რომელსაც სურს მის საკუთრებაში არსებული აქციათა პაკეტის გასხვისება და პროსპექტის შინაარსის განსაზღვრაზე მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს.⁷⁰ ქართული კანონმდებლობაც უნდა იძლეოდეს მათთვის პასუხისმგებლობის დაკისრების შესაძლებლობას, რათა ნაკლის მქონე პროსპექტის ფაქტობრივმა ავტორებმა, რომელთა ინტერესებში შედიოდა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევა, პასუხისმგებელ სუბიექტთა წრის გაფართოება დადებითად აისახება ასევე ინვესტორის ინტერესების დაკმაყოფილების შანსებზე.

პროსპექტის გამოქვეყნების გარეშე ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების შემთხვევაში პასუხისმგებლობის სუბიექტი შეიძლება იყოს ემიტენტი და შემთავაზებელი, როგორც ამას გერმანიის კანონმდებლობა ითვალისწინებს (§ 14 I WpPG).

მნიშვნელოვანია, კანონში გაკეთდეს მითითება იმის თაობაზე, რომ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნაზე რამდენიმე პასუხისმგებელი პირის არსებობის შემთხვევაში ისინი პასუხს აგებენ როგორც სოლიდარული მოვალეები საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 463-ე და მომდევნო მუხლების შესაბამისად, როგორც ამას ითვალისწინებს ევროკავშირის ქვეყნების უმრავლესობის, მათ შორის, გერმანიის კანონმდებლობა.⁷¹

⁶⁸ RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 78.

⁶⁹ BGH, Urt. v. 18.9.2012 _ XI ZR 344/11, BKR 2012, 515, 519.

⁷⁰ RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 78.

⁷¹ ESMA, Report: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, ESMA/2013/619 vom 30.03.2013, 12 (30); Schwark,

2. მიზეზობრივი კავშირი

ნაკლის მქონე პროსპექტის ან პროსპექტის გამოუქვეყნელობის (რომელშიც მოიაზრება ასევე ისეთი პროსპექტის გამოქვეყნება, რომელიც საზედამხედველო ორგანოს მიერ არ არის დამტკიცებული ან გასულია მისი მოქმედების ვადა) გამო ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება აქვს მხოლოდ იმ პირს, რომელმაც ასეთი პროსპექტის საფუძველზე მიიღო საინვესტიციო გადაწყვეტილება და შეიძინა საინვესტიციო პროდუქტი, რომელიც ექვემდებარება პროსპექტის ვალდებულებას.⁷² აღნიშნული, ე.წ. პასუხისმგებლობის განმაპირობებელი კაუზალობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობის დადგენის ეტაპზე უმნიშვნელოვანეს ელემენტს წარმოადგენს. მას პირდაპირი კავშირი აქვს ასევე ამ პასუხისმგებლობის სამართლებრივ ბუნებასთან, რაც პროსპექტის საფუძველზე შექმნილი ე.წ. „ტიპიზირებული“ ნდობის განხილვის გამო დამდგარ პასუხისმგებლობას გულისხმობს. მიუხედავად ამისა, საქართველოს კანონმდებლობის განსახილველი ნორმა მიზეზობრივი კავშირის ამ ელემენტზე პირდაპირ მითითებას არ შეიცავს, რაც მნიშვნელოვან ხარვეზად უნდა განვიხილოთ.

გერმანიის სასამართლო პრაქტიკის თანახმად, პროსპექტი საზოგადოებაში ქმნის ე.წ. „საინვესტიციო განწყობას“, რადგან ინვესტორები მასში ასახულ ინფორმაციას პროფესიულ პრესაში გამოქვეყნებული პუბლიკაციების ან ფასიანი ქაღალდების შეძენისას გამართული საინვესტიციო კონსულტაციების ფარგლებში სულ მცირე არაპირდაპირ მაინც ეცნობიან.⁷³ ამ მსჯელობის საფუძველზე მოქმედებს ვარაუდი, რომ პროსპექტი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებასთან მიზეზობრივ კავშირშია, თუ საინვესტიციო პროდუქტის შეძენა განხორციე-

ლდება პროსპექტის მოქმედების ვადაში.⁷⁴ ეს ვარაუდი არ შეიძლება უარყოფილ იქნეს იმ ფაქტის დადასტურების შემთხვევაშიც, რომ ინვესტორი სინამდვილეში პროსპექტის შინაარსს საერთოდ არ იცნობდა,⁷⁵ ვინაიდან პროსპექტის მიერ შექმნილი პოზიტიური „საინვესტიციო განწყობა“ ასეთ შემთხვევაშიც ახდენს ზეგავლენას ინვესტორის გადაწყვეტილების ფორმირებაზე.⁷⁶ ვარაუდის უარყოფისთვის საკმარისი საფუძველი შეიძლება იყოს საზოგადოებაში არსებული პოზიტიური „საინვესტიციო განწყობის“ გაქარწყლება,⁷⁷ რაც, პირველ რიგში, შეიძლება მოხდეს ემიტენტისა და საინვესტიციო პროდუქტის შესახებ უარყოფითი ცნობების გავრცელებით, ემიტენტის ნეგატიური წლიური ანგარიშგების გავრცელებით ან ნეგატიური მოვლენებით, როგორიცაა მაგალითად, საფონდო ინდექსის არსებითად შემცირება.⁷⁸

ინვესტორისადმი მიყენებული ზიანის გამოკვლევის ეტაპზე უნდა დადგინდეს ასევე, რომ პროსპექტის ვალდებულების დარღვევამ წვლილი შეიტანა ზიანის დადგომაში. აღნიშნულზე პირდაპირ მიუთითებს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტის მე-2 წინადადება, რომლის თანახმად, ემიტენტი პასუხისმგებელია იმ ზარალისთვის, რომელიც წარმოიქმნა ფასიანი ქაღალდების შეძენის შედეგად და გამოწვეულია დამტკიცებულ პროსპექტში ან საბოლოო პროსპექტში არსებითი მოვლენის არასწორად გადმოცემით ან განუცხადებლობით. ამ შემთხვევაში უნდა დადასტურდეს, რომ ნაკლის მქონე პროსპექტის გამოქვეყნება ან პროსპექტის არგამოქვეყნება დამდგარი ზიანის სულ მცირე

Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010, §§ 44, 45 BörsG Rn. 74.

⁷² Schwark, Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010, §§ 44, 45 BörsG Rn. 46.

⁷³ RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 76.

⁷⁴ RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 76.

⁷⁵ Kumpan, Baumbach/Hopt (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Band 9, Aufl. 38, München 2018, § 23 Rn. 2.

⁷⁶ Schwark, Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010, §§ 44, 45 BörsG Rn. 46.

⁷⁷ Kumpan, Baumbach/Hopt (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Band 9, Aufl. 38, München 2018, § 23 Rn. 2.

⁷⁸ Schwark, Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010, §§ 44, 45 BörsG Rn. 47.

თანაგანმაპირობებელი ფაქტორია.⁷⁹ ინვესტორს არ ექნება ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება, თუ პროსპექტში ასახულ კონკრეტულ შეცდომას ფასიანი ქაღალდების კურსის განვითარებაზე ზეგავლენა არ მოუხდენია, შესაბამისად, არ არსებობს კაუზალური კავშირი პროსპექტში ასახულ არასწორ ან არასრულ ინფორმაციასა და საინვესტიციო პროდუქტის საბაზრო ფასის შემცირებას შორის.⁸⁰

გერმანული სამართლის თანახმად, მტკიცების ტვირთი იმის თაობაზე, იყო თუ არა ნაკლის მქონე პროსპექტი ან პროსპექტის არარსებობა ფასიანი ქაღალდების შეძენასთან და დამდგარ ზიანთან მიზეზობრივ კავშირში, ეკისრება პროსპექტზე პასუხისმგებელ პირს იმ არგუმენტაციით, რომ საქმისთვის მნიშვნელობის მქონე გარემოებები სწორედ მისი ძალაუფლების სფეროშია და ინვესტორისთვის სათანადო მტკიცებულებების მოპოვება და წარდგენა პრაქტიკულად შეუძლებელი იქნებოდა.⁸¹ აღნიშნული მიდგომა გაზიარებულ უნდა იქნეს ასევე ქართულ სამართალში.

3. ბრალი

პასუხისმგებლობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო წარმოადგენს ბრალეულ პასუხისმგებლობას.⁸² ევროკავშირის წევრი სახელმწიფოების უმრავლესობის თანახმად, სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის სუბიექტი უნდა მოქმედებდეს განზრახ ან

გაუფრთხილებლობით.⁸³ გერმანიის კანონმდებლობა პირდაპირ მიუთითებს პირის ბრალეულობის ელემენტებზე, კერძოდ, მოპასუხე მხარეზე ზიანის ანაზღაურების დაკისრება გამოირიცხულია, თუ ის დაამტკიცებს, რომ მან პროსპექტში არსებითი მნიშვნელობის მქონე მონაცემების განუცხადებლობის ან უსწორობის შესახებ არ იცოდა და ეს უცოდინრობა არ არის გამონეუელი უხეში გაუფრთხილებლობით (WpPG § 12 I). ამდენად, მოპასუხეს მხოლოდ იმ შემთხვევაში დაეკისრება პასუხისმგებლობა, თუ მან განზრახ ან უხეში გაუფრთხილებლობით დაარღვია პროსპექტთან დაკავშირებული ვალდებულებები. ბრალის კომპონენტის მხოლოდ უხეში გაუფრთხილებლობით შემოფარგვლა საკამათოა სამეცნიერო ლიტერატურაში.⁸⁴ მეცნიერთა ნაწილის მოსაზრებით, პასუხისმგებლობის გამკაცრება ბრალის კომპონენტში მსუბუქი გაუფრთხილებლობის დამატებით ინვესტორებისათვის კაპიტალის ბაზრის მიმზიდველობას გაზრდის.⁸⁵ აქვე აღსანიშნავია, რომ პროსპექტის გამოუქვეყნებლობის შემთხვევაში პირზე პასუხისმგებლობის დაკისრებისთვის ბრალის კომპონენტის შემონმება არ არის რელევანტური.⁸⁶

პასუხისმგებელი პირის ბრალთან დაკავშირებულ ჩანაწერებს ვხვდებით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-13 პუნქტში, რომლითაც, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, უნდა ვიხელმძღვანელოთ სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის განსაზღვრისას. ამ ნორმის „ბ“ და „გ“ ქვეპუნქტების თანახმად, არცერთ პირს, გარდა ემიტენტისა, არ დაეკისრება პასუხისმგებლობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევისათვის, (1) თუ საბოლოო პროსპექტის შესაბამისი ნაწილი ძალაში შევიდა მასთან შეუთანხმებლად, რომლის თაობაზეც მან კანონით გათ-

⁷⁹ Assmann, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 21-23 WpPG Rn. 103; Mühlert/Steup, Habersack/Mühlert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl., Köln 2013, § 41 Rn. 102.

⁸⁰ WpPG § 12 II 2; Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 87.

⁸¹ RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 80.

⁸² Assmann, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VermAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 21-23 WpPG Rn. 107.

⁸³ ESMA, Report: Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, ESMA/2013/619 vom 30.03.2013, 13 (35).

⁸⁴ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 89.

⁸⁵ Grundmann/Selbher, Börsenprospekthaftung in der Reform, WM 1996, 985, 993.

⁸⁶ Becker, in NomosKommentar BGB Schuldrecht, Band 2, 1, 3. Aufl., Berlin 2016, § 311 BGB Rn. 212.

ვალისწინებული წესით უნდა აცნობოს საზედამხედველო ორგანოს და გააკეთოს საჯარო განცხადება, (2) ან თუ საბოლოო პროსპექტის ამა თუ იმ ნაწილთან დაკავშირებით, სათანადო გამოკვლევის შემდეგ მას ჰქონდა საფუძველი მიეჩნია და მიიჩნია კიდევ, რომ საბოლოო პროსპექტის ძალაში შესვლისას მითითებული მონაცემები სწორი იყო, (3) ან საბოლოო პროსპექტის ეს ნაწილი სწორად არ ასახავს შესაბამისი პირის განცხადებას ანდა არ არის მის მიერ მომზადებული ანგარიშის ზუსტი ასლი თუ ნაწილი. ამდენად, მოცემული ნორმის თანახმად, პირის პასუხისმგებლობა გამოირიცხება, რადგან მან არ იცოდა და არ შეიძლება სცოდნოდა, რომ პროსპექტი ნაკლის მქონე იყო. აღნიშნულს მოწმობს ნორმის შემდეგი ჩანაწერები: ემისიის პროსპექტის შესაბამისი ნაწილი ძალაში შევიდა მასთან „შეუთანხმებლად“ და „სათანადო გამოკვლევის შემდეგ მას ჰქონდა საფუძველი მიეჩნია, რომ მონაცემები სწორი იყო.“ ამდენად, ის მოქმედებდა საკმარისი გულისხმიერებით. პირის ბრალი ცალსახად გამორიცხულია მესამე შემთხვევაში, როცა პროსპექტში მის მიერ მომზადებული ინფორმაცია არასწორად აისახება.

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარეობს, რომ ქართული სამართალი იცნობს პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო ბრალეულ პასუხისმგებლობას, რომელიც შეიძლება გამოიხატოს განზრახი ქმედებით ან გაუფრთხილებლობის ორივე ფორმით, უხეში ან მსუბუქი გაუფრთხილებლობით. თითოეული სუბიექტის ბრალეულობის შეფასებისას გათვალისწინებული უნდა იყოს მისი ფუნქციური დაწინიშნულება პროსპექტის შედგენის პროცესში. ის, რაც ემიტენტისთვის უხეშ გაუფრთხილებლობად განიხილება, ემისიის განხორციელების თანმხლები ინსტიტუტისთვის ან სხვა მოპასუხისთვის შესაძლოა მხოლოდ მსუბუქი გაუფრთხილებლობა იყოს.⁸⁷

განხილული ნორმა გამორიცხავს ბრალის კომპონენტს ემიტენტთან მიმართებით და მას ნებისმიერ შემთხვევაში განიხილავს პასუხისმგებელ სუბიექტად. ემიტენტი წარმოადგენს

ცენტრალურ ფიგურას, რომელიც არის პროსპექტში ასახული ინფორმაციის პირველადი და ძირითადი წყარო, ამდენად, მას განსაკუთრებით მაღალი გულისხმიერების გამოჩენა ევალება.⁸⁸ ის ადგენს წლიურ ანგარიშგებას, ახორციელებს პროსპექტში აღწერილ საქმიანობას და იცნობს მასთან დაკავშირებულ რისკებს, საჭიროების შემთხვევაში მასვე ევალება სხვადასხვა კვლევის განხორციელება შესაძლო რისკების გამოსავლენად.⁸⁹ მისი როლიდან გამომდინარე რთულია ისეთი შემთხვევების დასახელება, როცა ემიტენტი შეძლებს დაამტკიცოს მისი არაბრალეულობა.⁹⁰ ამდენად, მის მიმართ ბრალეული პასუხისმგებლობის განსაზღვრას მხოლოდ თეორიული დატვირთვა ექნებოდა.

უნდა შემოწმდეს ასევე ინვესტორის თანაბრალეულობა. თუ ინვესტორმა საინვესტიციო პროდუქტის შეძენისას იცოდა, რომ პროსპექტში არსებითი მნიშვნელობის მქონე მონაცემები არ არის ასახული ან პროსპექტში ასახული მონაცემები არასწორია, მაშინ შესაბამის პირებზე პასუხისმგებლობის დაკისრება უნდა გამოირიცხოს.⁹¹ აღნიშნულში მოიაზრება მხოლოდ პოზიტიური ცოდნა, ინვესტორის მხრიდან უხეში გაუფრთხილებლობის გამოჩენაც კი პასუხისმგებლობის გამორიცხვას არ გამოიწვევს.⁹² თანაბრალეულობის პრინციპი გამოიყენება ასევე ზიანის ოდენობის განსაზღვრის ეტაპზე,⁹³ საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 415-ე მუხლის შესაბამისად.

⁸⁸ Habersack, Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, München 2008, § 29 Rn. 39, Groß, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., München 2022, § 9 WpPG Rn. 98.

⁸⁹ Groß, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., München 2022, § 9 WpPG Rn. 98.

⁹⁰ Seiler/Singhof, Berrar / Meyer / Müller / Schnorbus / Singhof / Wolf (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum WpPG und EU-ProspektVO, 2. Aufl., Frankfurt am Main 2017, § 23 Rn. 11.

⁹¹ Assmann, Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., München 2015, § 5 Rn. 185.

⁹² RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 80.

⁹³ Assmann, Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG, VerAnlG Kommentar, 3. Aufl., Köln 2017, § 21-23 WpPG Rn. 115; Hamann, Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl. 2013, §44, 45 BörsG, Rn. 298.

⁸⁷ Kumpan, Baumbach/Hopt (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Band 9, Aufl. 38, München 2018, § 23 Rn. 1.

გერმანული სამართლის თანახმად, მოქმედებს პასუხისმგებელი სუბიექტის ბრალეულობის ვარაუდი და საწინააღმდეგოს მტკიცების ტვირთიც მასზეა,⁹⁴ რაც დასაბუთებულია იმ გარემოებით, რომ ინვესტორისთვის პრაქტიკულად შეუძლებელია მოპასუხე მხარის ბრალეულობის შეფასებისთვის საჭირო მტკიცებულებების მოპოვება.⁹⁵ ინვესტორის ინტერესებიდან გამომდინარე, აღნიშნული გაზიარებულ უნდა იქნეს ასევე ქართულ სამართალში.

4. ზიანი

პასუხისმგებლობის აუცილებელ წინაპირობას წარმოადგენს ქონებრივი ზიანი,⁹⁶ რომელიც დგება მაშინ, როცა შეძენილი საინვესტიციო პროდუქტის რეალური ღირებულება ინვესტორის მიერ გადახდილ ფასს არ შეესაბამება.⁹⁷

5. სამართლებრივი შედეგი

პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობის ზემოთ წარმოდგენილი წინაპირობების შესრულება ინვესტორს კანონით განსაზღვრულ სამართლებრივ შედეგს - ზიანის ანაზღაურებას ინვესტორის სასარგებლოდ. იმის მიხედვით, ინვესტორი კვლავ ფასიანი ქაღალდების მფლობელია თუ არა, დგება განსხვავებული სამართლებრივი შედეგი.

5.1. ფასიანი ქაღალდების მფლობელის მოთხოვნა ზიანის ანაზღაურებაზე

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქტის მე-2 წინადადების თანახმად, ნაკლის მქონე პროსპექტის გამოქვეყნების შემთხვევაში, ემიტენტისა და სხვა პასუხისმგებელი პირების პასუხისმგებლობა განისაზღვრება ამავე კანონის მე-5 მუხლის მე-2-მე-3 პუნქტებით გათვალისწინებული სამართლებრივი შედეგების მიხედვით. კერძოდ, მე-5 მუხლის მე-3 პუნქტის თანახმად, დაზიანებულ ინვესტორს უფლება აქვს, უარი განაცხადოს შეძენილ ფასიან ქაღალდებზე, ხოლო ემიტენტი და მასთან ერთად სოლიდარულად პასუხისმგებელი პირები ვალდებული არიან, ფასიანი ქაღალდების საფასური უკან დააბრუნონ გამოუქვითავად, ინვესტორთა მიერ უარის განცხადებიდან 10 დღის განმავლობაში. ამდენად, ინვესტორს გააჩნია სპეციალური კანონით მინიჭებული საინვესტიციო გარიგებიდან გასვლის უფლება,⁹⁸ რომელიც მიმართულია საინვესტიციო გარიგების უკუქცევისკენ, განხორციელებული შესრულებების უკან დაბრუნებისკენ.⁹⁹ მე-5 მუხლის მე-2 პუნქტის „ბ“ ქვეპუნქტის ანალიზიდან გამომდინარე, სადაც საუბარია მხოლოდ საინვესტიციო ხელშეკრულების გაუქმების შესაძლებლობაზე, „ყოველგვარი ფასდაკლების გარეშე“, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ინვესტორს არ შეუძლია გარიგების უკუქცევის ნაცვლად მფლობელობაში დაიტოვოს საინვესტიციო პროდუქტი და მხოლოდ მის მიერ გადახდილ ფასსა და ფაქტობრივ ფასს შორის სხვაობის ანაზღაურება მოითხოვოს.¹⁰⁰

⁹⁴ Assmann, Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., München 2015, § 5 Rn. 178.

⁹⁵ Assmann, Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., München 2015, § 5 Rn. 178.

⁹⁶ Herresthal, in Grosskommentar zum Zivilrecht, München 2018, § 311 BGB Rn. 603; Uhlmann, Individualschutz im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht, Tübingen 2021, 366-368.

⁹⁷ Emmerich, in Münchener Kommentar zum BGB, Band 2, 7. Aufl., 2016, § 311 BGB Rn. 154.

⁹⁸ Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 24 WpPG Rn. 104.

⁹⁹ Assmann, Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. München 2015, § 5 Rn. 187; Geibel, Der Kapitalanlegerschaden, Tübingen 2002, 76; Grundlegend Ernst, in Münchener Kommentar zum BGB, Band 2, 7. Aufl., 2016, § 323 BGB Vorbemerkung Rn. 5.

¹⁰⁰ საინტერესოა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობისა და სააქციო სამართლით განსაზღვრული კაპიტალის შენარჩუნების პრინციპის (შეზღუდვები განხორციელებული შენატანების

საინვესტიციო გარიგების უკუქცევას ითვალისწინებს ასევე გერმანიის კანონმდებლობა, რომლის თანახმად, ფასიანი ქაღალდების საფასურის უკან დაბრუნებასთან ერთად ანაზღაურებას ექვემდებარება ასევე შეძენასთან დაკავშირებული ჩვეულებრივი ხარჯები (§ 9 I WpPG), რაზეც დამატებით ქვემოთ გამახვილებულია ყურადღება.

საინვესტიციო გარიგების უკუქცევა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო დამდგარი პასუხისმგებლობის ფარგლებში წარმოადგენს ინვესტორის ნეგატიური სახელშეკრულებო ინტერესის დაკმაყოფილებას.¹⁰¹ ნეგატიური ინტერესის ანაზღაურებით ინვესტორი ისეთ მდგომარეობაში უნდა იყოს ჩაყენებული, როგორშიც ის იქნებოდა, პასუხისმგებელ პირს პროსპექტის ვალდებულება ჯეროვნად რომ შესრულებინა.¹⁰² პროსპექტის ვალდებულების ჯეროვნად შესრულების შემთხვევაში, ინვესტორი სწორად შეაფასებდა ინვესტიციასთან დაკავშირებულ რისკებს და მისთვის საზიანო გადაწყვეტილებას არ მიიღებდა, შესაბამისად, საინვესტიციო ხელშეკრულება საერთოდ არ გაფორმდებოდა. ნეგატიური ინტერესის ანაზღაურებით შემოფარგვლა საბუთდება პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობის სამართლებრივი ბუნებით, რომელიც, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, წარმოადგენს წინასახელშეკრულებო ნდობის განხილვის გამო დამდგარი პასუხისმგებლობის სპეციალურ შემადგენლობას, კერძოდ, ადგილი აქვს ე.წ. „ტიპიზირებულ“ ნდობის განხილვას, რომლის საფუძველიც არის პროსპექტში ასახული ინფორმაცია.¹⁰³ წინასახელშეკრულებო ურთიე-

რობებიდან გამომდინარე ზიანის ანაზღაურების ფარგლებში კი ანაზღაურდება მხოლოდ ნეგატიური ინტერესი.¹⁰⁴ ამასთან, პასუხისმგებელ პირებზე პოზიტიური ინტერესის ანაზღაურების დაკისრების შესაძლებლობა, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის სპეციფიკიდან გამომდინარე, გამოიწვევდა ისეთი ზიანის ანაზღაურების დაკისრებას, რომლის ოდენობაც მათთვის წინასწარ სავარაუდო არ იქნებოდა ან რიგ შემთხვევებში, ზედმეტად მძიმე ტვირთი იქნებოდა. აღნიშნული კაპიტალის ბაზარზე ემისიების რაოდენობის შემცირებას გამოიწვევდა.

განსხვავებით გერმანული კანონმდებლობისაგან, განსახილველი ნორმა არ შეიცავს მითითებას ინვესტორის მიერ ფასიანი ქაღალდების შეძენასთან დაკავშირებული ჩვეულებრივი ხარჯების ანაზღაურების თაობაზე. აღსანიშნავია, რომ ნეგატიური ინტერესის ანაზღაურებისას, უპირველეს ყოვლისა, ანაზღაურებას ექვემდებარება ის დანახარჯები, რომლებიც პირმა ხელშეკრულების ნამდვილობისადმი ნდობის საფუძველზე გაიღო,¹⁰⁵ ამდენად, პასუხისმგებელმა პირმა ფასიანი ქაღალდების საფასურის სრულად დაბრუნებასთან ერთად, ინვესტორს უნდა აუნაზღაუროს მათ შეძენასთან დაკავშირებული ჩვეულებრივი ხარჯები, რომლებსაც მიეკუთვნება საბროკერო მომსახურების, ემისიის ბანკისა თუ სხვა ფინანსური მომსახურების გამწვანათვის გადასახდელი საკომისიოები ან ტრანზაქციის ხარჯები.¹⁰⁶ მიზანშეწონილია, კანონის ტექსტი შეიცავდეს პირდაპირ მითითებას აღნიშნულთან დაკავშირებით.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 მუხლის მე-14 პუნქ-

უკან დაბრუნებასა და სააქციო საზოგადოების მიერ საკუთარი აქციების გამოსყიდვასთან დაკავშირებით) ურთიერთმიმართება. პასუხისმგებლობა პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო არის *lex specialis* სააქციოსამართლებრივ რეგულირებებთან მიმართებით და მას უპირატესობა უნდა მიენიჭოს [Groß, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., München 2022, § 9 WpPG Rn. 22; Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 21-23 WpPG Rn. 115].

¹⁰¹ Geibel, Der Kapitalanlegerschaden, Tübingen 2002, 81.

¹⁰² Herresthal, in Grosskommentar zum Zivilrecht, München 2018, § 311 BGB Rn. 602.

¹⁰³ Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, Rn. 2277; Herresthal, in Grosskommentar zum Zivilrecht, München

2018, § 311 BGB Rn. 602. BGHZ 71, 284, 287 ff.; 72, 284, 287; 79, 337, 340 f.; 83, 222, 223 f.; 123, 106, 109 f.; BGHZ 79, 337, 342; 83, 222, 224.

¹⁰⁴ რუსიაშვილი, სამოქალაქო კოდექსის კომენტარი, წიგნი III, ჭანჭურია (რედ.), თბილისი 2019, მუხ. 408 ველი 15; Oetker, in Münchener Kommentar zum BGB, Band 2, 7. Aufl., 2016, § 249 BGB Rn. 129.

¹⁰⁵ Ackermann, Der Schutz des negativen Interesses, Tübingen 2007, 280 ff.

¹⁰⁶ Schwark, Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010, §§ 44, 45 BörsG Rn. 66; Assmann, Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., München 2015, § 5 Rn. 190.

ტის ბოლო წინადადება განსაზღვრავს ასევე სამართლებრივ შედეგებს პროსპექტის გამოქვეყნების გარეშე ან გამოქვეყნების წესების დარღვევით ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების შემთხვევისთვის. ფასიანი ქაღალდების შემძენს შეუძლია მოითხოვოს შეძენის გარიგების გაუქმება, „რაც დაექვემდებარება ისეთ პროცედურულ და დროით შეზღუდვებს, რომლებიც განისაზღვრება საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესებით“. გაურკვეველია, რას ემსახურება ეს უკანასკნელი ჩანაწერი. ამ შემთხვევაშიც, სრულად უნდა იქნეს გაზიარებული ზემოთ წარმოდგენილი მსჯელობა ნაკლის მქონე პროსპექტის სამართლებრივ შედეგებთან მიმართებით. კერძოდ, უნდა მოხდეს გარიგების უკუქცევა და შესაბამისად, ინვესტორის ნეგატიური ინტერესის ანაზღაურება. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ამ შემთხვევაში პასუხისმგებელი პირები შეიძლება იყვნენ მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი და შემთავაზებელი. ანალოგიურ სამართლებრივ შედეგებს ითვალისწინებს ასევე გერმანიის კანონმდებლობა (§ 14 WpPG).

5.2. ფასიანი ქაღალდების ძველი მფლობელის მოთხოვნა ზიანის ანაზღაურებაზე

პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო პასუხისმგებლობის მომწესრიგებელი სპეციალური ნორმა არ შეიცავს მითითებას ფასიანი ქაღალდების ძველი მფლობელის ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნასა და მის სამართლებრივ შედეგებზე. აღნიშნული საკითხი დეტალურად არის მოწესრიგებული გერმანული კანონმდებლობით, რომლის თანახმად თუ შემძენი აღარ არის საინვესტიციო პროდუქტის მფლობელი, მას შეუძლია მოითხოვოს ფასიანი ქაღალდის შეძენისას მის მიერ გადახდილ ფასსა და იმ ფასს შორის სხვაობის ანაზღაურება, რამდენადაც მან შემდგომში გაასხვისა ისინი, ასევე შეძენასთან და გასხვისებასთან დაკავშირებული ჩვეულებრივი დანახარჯების ანაზღაურება (§§ 9 II, 14 II WpPG). ამდენად, თუ ინვესტორს ემისიის პროსპექტის საფუძველზე შეძენილი საინვესტიციო პროდუქტი უკვე გასხვი-

სებული აქვს, ნეგატიური სახელშეკრულებო ინტერესის ანაზღაურება შემოიფარგლება შეძენისა და გასხვისების ფასებს შორის არსებული ღირებულებითი სხვაობით, რადგან საინვესტიციო გარიგების უკუქცევა (საინვესტიციო პროდუქტის უკან დაბრუნება) ობიექტურად შეუძლებელია.¹⁰⁷ გასხვისებას უთანაბრდება ფასიანი ქაღალდით მინიჭებული უფლების განხორციელება სხვა ფასიანი ქაღალდის ან საგნის შეძენის გზით.¹⁰⁸ მნიშვნელოვანია აღნიშნული ასპექტების დეტალური საკანონმდებლო რეგულირების არსებობა ასევე ქართულ საკანონმდებლო სივრცეში. დაცვის ღირსია ყველა ინვესტორი, რომელმაც პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო ზიანი განიცადა, მიუხედავად იმისა, არის თუ არა ის ფასიანი ქაღალდების ფაქტობრივი მფლობელი. შედეგად კიდევ უფრო გაიზრდება ინვესტორების დაცვის ხარისხი და მათი ნდობა კაპიტალის ბაზრისადმი.

ინვესტორის მიერ ფასიანი ქაღალდების გასხვისებისას მნიშვნელოვანია გათვალისწინებულ იქნეს ე.წ. ზიანის შემცირების ვალდებულება.¹⁰⁹ ინვესტორი არღვევს ამ ვალდებულებას, თუ ის საინვესტიციო პროდუქტს იმ ფასად გაასხვისებს, რაც საფონდო ბირჟის მიხედვით მიღწევად ფასს ქვემოთაა.¹¹⁰ ასეთ შემთხვევაში, გამოიყენება თანაბრალეულობის წესები სამოქალაქო კოდექსის 415-ე მუხლის თანახმად, რაც ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის შემცირებას გამოიწვევს.¹¹¹

¹⁰⁷ Geibel, Der Kapitalanlegerschaden, Tübingen 2002, 125.

¹⁰⁸ RegBegr. Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, 79.

¹⁰⁹ Oulds, Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011, Rn. 15.220; Wackerbarth, WpPG, Berliner Kommentare, Holzborn (Hrsg.), 2. Aufl., Berlin 2014, § 24 WpPG Rn. 110; Kumpan, Baumbach/Hopt (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Band 9, Aufl. 38, München 2018, § 23 Rn. 10.

¹¹⁰ Oulds, Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011, Rn. 15.220.

¹¹¹ Pankoke, Just/Voß/Ritz/Zeising (Hrsg.), WpPG und EU-Prospektverordnung, München 2009, § 44 BörsG, 13 VerkperspG Rn. 73.

V. დასკვნა

ემისიის პროსპექტის ვალდებულების დარღვევის გამო სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის განმსაზღვრელი სპეციალური ნორმის არსებობა ქართულ საკანონმდებლო სივრცეში მისასაღებელია, ვინაიდან ასეთი სპეციალური ნორმები ხელს უწყობენ ინვესტორის ინტერესების ეფექტურ დაცვას. შედეგად იზრდება მისი ნდობა და მოტივაცია, მიმართოს თავისი ფინანსები კაპიტალის ბაზრისაკენ. მოსალოდნელია, რომ კაპიტალის ბაზრის სამართლის ევროკავშირის კანონმდებლობასთან დაახლოების კვალდაკვალ სპეციალური ნორმების რაოდენობაც გაიზრდება, ვინაიდან ევროდიქტივები ხშირ შემთხვევაში შეიცავენ პირდაპირ მოწოდებას წევრი სახელმწიფოებისადმი, ეფექტური მექანიზმებით უზრუნველყონ ინვესტორთა ინდივიდუალური ინტერესების დაცვა.

განხილული ნორმის არსებობის პოზიტიურ ფაქტთან ერთად მნიშვნელოვანია აღინიშნოს იმ არაერთი ხარვეზის შესახებ, რომლებსაც ის შეიცავს. მათ შორის, მნიშვნელოვანია, მკაფიოდ განისაზღვროს, რომ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება აქვს როგორც ფასიანი ქაღალდების არსებულ მფლობელს, ასევე მის ძველ მფლობელს, რომელმაც საჯარო შეთავაზების საფუძველზე შეიძინა ფასიანი ქაღალდები და შემოდგომ გაასხვისა ისინი, და დადგინდეს შესაბამისი სამართლებრივი შედეგები თითოეული მათგანისთვის; განისაზღვროს პროსპექტის ვალდებულება ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებულ ბაზარზე სავაჭროდ დაშვების მიზნებისათვის, რის პარალელურადაც გაფართოვდება ზიანის ანაზღაურებაზე უფლებამოსილ პირთა წრეც; ასევე უნდა გაფართოვდეს პასუხისმგებელ სუბიექტთა წრე და ასეთად დამატებით განისაზღვროს გარანტიის მიმცემი და ე.წ. „პროსპექტის ფაქტობრივი ავტორები“. კანონმდებლობით პირდაპირ უნდა იყოს გათვალისწინებული პასუხისმგებელ პირთა სოლიდარული პასუხისმგებლობის პრინციპი.

კანონის ტექსტში გათვალისწინებულ უნდა იყოს ე.წ. პასუხისმგებლობის განმაპირობებელი კაუზალობა, რაც პროსპექტის ვალდებულების დარღვევასა და მიღებულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებას შორის მიზეზობრივ კა-

ვშირს გულისხმობს. ინვესტორის ინტერესების ეფექტურ დაცვას ემსახურება ასევე მტკიცების ტვირთის შებრუნება პასუხისმგებელი პირების მხარეზე პროსპექტის ვალდებულების დარღვევასა და ინვესტორის მიერ მიღებულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებას, ასევე დამდგარ ზიანს შორის მიზეზობრივი კავშირისა და პასუხისმგებელი პირების ბრალეულობის გამოკვლევის ეტაპზე. ამდენად, მიზანშეწონილია ამგვარი გადაწყვეტის დამკვიდრება ქართულ სამართალში.

ასევე უნდა დაინერგოს ერთიანი მიდგომა ნაკლის მქონე პროსპექტის გამოქვეყნებისა და პროსპექტის საერთოდ გამოუქვეყნებლობის შემთხვევებში სამართლებრივი შედეგების განსაზღვრის კუთხით, ხოლო სამართლებრივ შედეგებში გარიგების უკუქცევასთან ერთად გათვალისწინებული უნდა იყოს ინვესტორისთვის ფასიანი ქაღალდების შეძენასთან დაკავშირებული აუცილებელი დანახარჯების ანაზღაურების ვალდებულება.

ნორმის თითოეული ასპექტის განხილვისას გამოიკვეთა ასევე სხვა არაერთი ხარვეზი, რომლებიც დეტალურად არის წარმოდგენილ ზემოთ და რომელთა აღმოსაფხვრელად საჭიროა საკანონმდებლო ცვლილებების განხორციელება. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ სხვა მოთხოვნები, რომლებიც სამოქალაქო სამართლის ნორმების თანახმად სახელშეკრულებო თუ წინასახელშეკრულებო ურთიერთობების ან დელიქტის საფუძველზე შეიძლება წარმოიშვას, სპეციალური ნორმით განსაზღვრული პასუხისმგებლობის შემადგენლობის მიღმა, რჩება ხელშეუხებელი და შეიძლება განხორციელდეს უფლებამოსილი პირის მიერ.

დაბოლოს, ასეთი სპეციალური ნორმების შემუშავებისას მნიშვნელოვანია კანონმდებლის მიერ დაბალანსებული მიდგომის შენარჩუნება და ბაზრის მონაწილეების ურთიერთსაპირისპირო ინტერესების გათვალისწინება. ემიტენტსა და სხვა პოტენციურ პასუხისმგებელ პირებზე განსაკუთრებით მძიმე პასუხისმგებლობის დაკისრების შესაძლებლობა უარყოფითად აისახება ემისიების რაოდენობაზე, რაც ასევე ნეგატიური გავლენას იქონიებს კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაზე.