



# LATVIJAS KAPITĀLA TIRGUS APSKATS:

vērtējums, viedokļi,  
priekšlikumi

2021

|                                                                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Kopsavilkums                                                                                                             | 2  |
| 1. Ieguldītājs Latvijas kapitāla tirgū                                                                                   | 5  |
| 1.1. Institucionālo ieguldītāju loma Latvijā                                                                             | 6  |
| 1.2. Starptautisko indeksu apskats                                                                                       | 13 |
| 1.3. Privātie tirgus ieguldītāji                                                                                         | 16 |
| 1.4. Finanšu pratība                                                                                                     | 19 |
| 1.4.1. Latvijas iedzīvotāju attieksme pret ieguldījumiem                                                                 | 20 |
| 1.4.2. Privātpersonu ieguldījumu veikšanu ietekmējošie faktori                                                           | 24 |
| 1.4.3. Ieteikumi finanšu pratības un privāto ieguldījumu veikšanas veicināšanai                                          | 26 |
| 2. Emitents = investīciju objekts                                                                                        | 28 |
| 2.1. Kapitāla tirgus izmantošana finansējuma piesaistē Latvijā                                                           | 29 |
| 2.2. Būtiskākās barjeras emitentu dalībai kapitāla tirgos                                                                | 30 |
| 2.3. Izmaksu slogs un iespējamie risinājumi                                                                              | 35 |
| 2.4. Likviditātes būtiskums kapitāla tirgus dalībniekiem                                                                 | 37 |
| 2.5. Valsts kapitālsabiedrību iespēja izmantot kapitāla tirgu kā finansējuma avotu valsts stratēģisko mērķu sasniegšanai | 38 |
| 3. Emitenta un ieguldītāja attiecību mijiedarbība                                                                        | 42 |
| 3.1. Korporatīvā pārvaldība un tās loma kapitāla tirgus attīstībā                                                        | 43 |
| 3.1.1. Korporatīvās pārvaldības noteikumi                                                                                | 43 |
| 3.1.2. Korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzība                                                                     | 45 |
| 3.1.2.1. Publiskā uzraudzība                                                                                             | 45 |
| Uzraudzības prasības                                                                                                     | 46 |
| Uzraudzības ietvaros veicamās darbības                                                                                   | 47 |
| 3.1.2.2. Privātā uzraudzība                                                                                              | 48 |
| Uzraudzības ietvaros veicamās darbības                                                                                   | 49 |
| Kolektīvās prasības                                                                                                      | 51 |
| Citi ar akcionāru interešu aizstāvību tiesā saistīti jautājumi                                                           | 52 |
| Neatkarīga padomes locekļa nepieciešamība un revīzijas komitejas lomas stiprināšana                                      | 53 |
| 3.2. Korporatīvās pārvaldības reitingu veidošana                                                                         | 54 |
| 3.3. Tirdzniecības uzraudzība regulētajās tirdzniecības vietās                                                           | 55 |
| 3.4. Ieguldītāju aizsardzība regulēto ieguldījumu jomā                                                                   | 56 |
| 3.5. Alternatīvie ieguldījumi, to uzraudzība un ieguldītāju aizsardzība                                                  | 58 |
| Galvenie secinājumi                                                                                                      | 60 |
| 10 soļu programma                                                                                                        | 66 |



# KOPSAVILKUMS

Pēdējie 20 gadi Latvijas kapitāla tirgū nav nesuši būtisku pozitīvu attīstību, un tas īpaši attiecināms uz akciju emitentiem, par ko liecina gan akciju emitentu skaita kritums no 68 emitentiem 2000. gadā līdz 21 emitentam 2019. gadā, gan ikdienas apgrozījuma dinamika, kad dienas kopējais apgrozījuma apmērs vidēji mērāms vien desmitos tūkstošu *euro*. Turklāt šos rādītājus pasliktina fakts, ka pārsvarā uzņēmumu akcionāru struktūra ir tāda, ka liels akciju īpatsvars pieder vienam konkrētam ieguldītājam vai ieguldītāju grupai, kas samazina akciju apgrozību publiskā tirgus ietvaros (*free float*).

Meklējot risinājumus iespējamās kapitāla tirgus attīstības virzienā, Finanšu un kapitāla tirgus komisija (FKTK) sadarbībā ar Latvijas kapitāla tirgus dalībniekiem un SIA "SKDS" (SKDS), kas nodrošināja emitentu anketēšanas procesu, apkopoja viedokļus par kotācijas procesā iesaistīto pušu redzējumu par kapitāla tirgus situāciju Latvijas Republikā.

Laika periodā no 2020. gada jūnija līdz augustam tika apkopoti bijušo, esošo un potenciālo AS "Nasdaq Riga" (Birža) emitentu viedokļi un pieredze dažādos ar atrašanos Biržā saistītos jautājumos. Lai īstenotu FKTK nospraustos mērķus, bija būtiski konstatēt, vai un kādus ieguvumus, kā arī grūtības uzņēmumi saskata vai saskatīja saistībā ar atrašanos Biržā. Noskaidrojot uzņēmumu viedokli par konkrētajiem jautājumiem, ir iespēja mērķtiecīgi strādāt un uzlabot un attīstīt aspektus, kas uzņēmumiem ir svarīgi. Komfortablu apstākļu radīšana var būt pamudinājums arī tādiem uzņēmumiem, kuri šobrīd nesaskata iespēju vai nav apsvēruši domu par savu vērtspapīru iekļaušanu Biržā, to tomēr darīt, tādējādi kopīgi attīstot kapitāla tirgu.

Pētījumā izteiktie respondentu (uzņēmumu) viedokļi pamatā vērtēti 10 punktu skalā, kur "1" nozīmē – "nemaz nebija/nav/nebūtu ieguvums", savukārt "10" – "bija/ir/varētu būt ļoti liels ieguvums". No konkrētās pētnieciskās metodes iespējams secināt, ka galvenās prioritātes bijušajiem Biržas emitentiem saistāmas ar augstāku uzņēmuma reputāciju (6)<sup>1</sup>. Nedaudz mazāks uzņēmumu īpatsvars kā salīdzinoši lielus ieguvumus norādījuši iespēju piesaistīt līdzekļus no institucionālajiem ieguldītājiem (5), uzņēmuma atpazīstamības pieaugumu tam svarīgās mērķa auditorijās (5) un labākas finansējuma piesaistes iespējas. Esošie Biržas emitenti kā salīdzinoši lielākus ieguvumus savam uzņēmumam saredz jau minēto – augstāku uzņēmuma reputāciju (8), uzņēmuma atpazīstamības pieaugumu tam svarīgās mērķa auditorijās (8) un labākas finansējuma piesaistes iespējas (7). Biržas emitentiem tika arī lūgts minēt galvenos ieguvumus, kāpēc to uzņēmums atrodas Biržā, un visbiežāk tika minēta uzņēmuma reputācijas veidošana un uzturēšana (79%), taču retāk minēta iespēja akcionāriem brīvi pārvest un tirgot sev piederošās akcijas (29%). Potenciālajiem Biržas emitentiem, kuri pēdējo piecu gadu laikā ir apsvēruši iespēju "doties" uz Biržu, lielākie iespējamie ieguvumi no dalības Biržā būtu augstāka uzņēmuma reputācija (9), labākas finansējuma piesaistes iespējas (9), uzņēmuma atpazīstamības pieaugums tam svarīgās mērķa auditorijās (9) un pieeja institucionālajiem ieguldītājiem (8).

<sup>1</sup> Iekavās norādītas vidējās atbilžu vērtības.

Lielākas grūtības bijušajiem emitentiem sagādājušas izmaksas, kas rodas saistībā ar papildu personālu komunikācijai ar ieguldītājiem un citām aktivitātēm (7), pārāk liels regulatīvais slogs (7) un kopējās izmaksas saistībā ar regulatīvo prasību izpildi (7). Esošajiem Biržas dalībniekiem lielākās grūtības sagādā nepietiekama privāto, kā arī institucionālo ieguldītāju interese par to kotēto sabiedrību (6), izmaksas, kas rodas saistībā ar papildu personālu komunikācijai ar ieguldītājiem un citām aktivitātēm (6), pārāk liels regulatīvais slogs (7) un izmaksas saistībā ar regulatīvo prasību izpildi (8). Līdzīgi arī potenciālo emitentu vidū – nedaudz biežāk grūtības potenciālajiem emitentiem varētu sagādāt izmaksas saistībā ar regulatīvo prasību izpildi (5), pārāk liels regulatīvais slogs (5), izmaksas, kas rodas saistībā ar papildu personālu komunikācijai ar ieguldītājiem un citām aktivitātēm (5), un nepietiekama privāto, kā arī institucionālo ieguldītāju interese par to kotēto sabiedrību (6).

FKTK diskusijās ar Latvijas kapitāla tirgus dalībniekiem secināja, ka būtiska uzmanība pievēršama finanšu pratības jautājumiem ieguldījumu jomā, kvalitātvu uzņēmumu dalībai kapitāla tirgos, aktīvākai kredītiestāžu darbībai, gan veicot to pārvaldībā esošo līdzekļu ieguldījumus, gan izstrādājot mūsdienīgas un inovatīvas tirdzniecības sistēmas, alternatīva ieguldījumu fonda izveidei, korporatīvās pārvaldības sakārtošanai uzņēmumos, kā arī publiskās uzraudzības prioritāro darbību identificēšanai un tās tvēruma iespējamajai maiņai. Diskusijas dalībnieki uzsvēra nepieciešamību attīstīt vietējo kapitāla tirgu, sekmējot finanšu avotu iespējamo diversifikāciju un nacionālās ekonomikas attīstību.

Balstoties uz galvenajiem secinājumiem, kas iegūti no visiem procesā iesaistītajiem kapitāla tirgus dalībniekiem, FKTK izstrādāja 10 soļu programmu vietējā kapitāla tirgus attīstībai, kas prezentēta 2021. gada 19. janvārī pirmajā Latvijas kapitāla tirgus forumā “Šodienas lēmumi = nākotnes iespējas”. 10 soļu programma tiks realizēta kopā ar FKTK sadarbības partneriem.

The background features a light gray geometric shape, possibly a stylized letter 'L', composed of several overlapping trapezoidal sections. In the corners, there are olive-green decorative elements: the top-left and bottom-left corners contain faint, semi-transparent line charts and bar graphs, while the top-right and bottom-right corners feature solid-colored curved shapes.

# 1. IEGULDĪTĀJS LATVIJAS KAPITĀLA TIRGŪ

Ieguldītājiem ir būtiska loma, lai nodrošinātu kapitāla tirgus likviditāti un attīstību. Ja ieguldītājiem nav intereses par kapitāla tirgus instrumentiem kā ieguldījumu objektiem, tad kapitāla tirgū izaugsme nav iespējama. Tāpēc ieguldītāju intereses un uzticības kapitāla tirgum nodrošināšana ir tikpat svarīga kā uzņēmumu intereses piesaistīt līdzekļus kapitāla tirgū nodrošināšana.

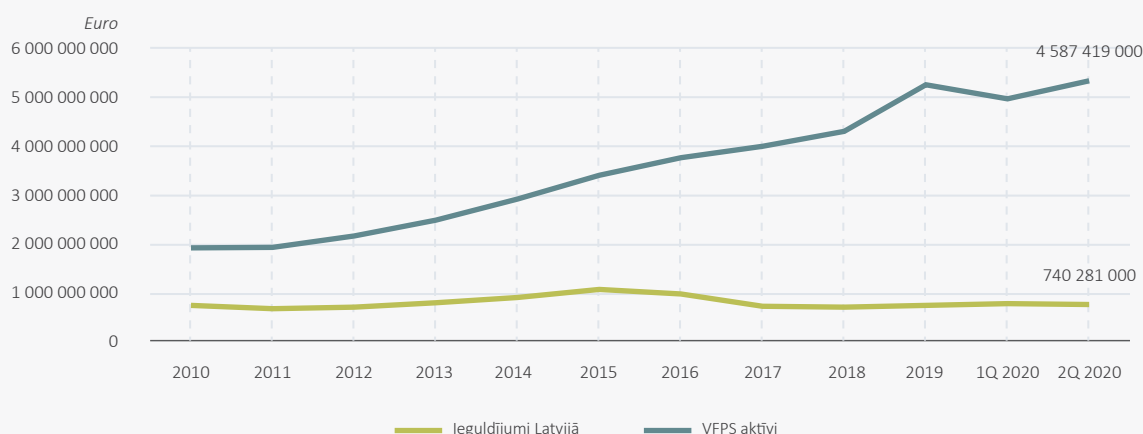
Kapitāla tirgus ieguldītāji ir institucionālie ieguldītāji un privātie ieguldītāji. Svarīgi ir veicināt abu šo ieguldītāju grupu lielāku iesaisti Latvijas kapitāla tirgū. Lai gan iemesli un šķēršļi nepietiekamai ieguldītāju interesei iesaistīties kapitāla tirgū ir dažādi, intereses veicināšana gan institucionālo ieguldītāju, gan privāto ieguldītāju vidū ir viens no būtiskiem priekšnoteikumiem kapitāla tirgus tālākai attīstībai.

### 1.1. Institucionālo ieguldītāju loma Latvijā

Institucionālie ieguldītāji pieņem lēmumus un veic ieguldījumus savu klientu vārdā. Institucionālie ieguldītāji ir pensiju pārvaldnieki (gan privāto pensiju fondu, gan valsts fondēto pensiju), kolektīvie ieguldījumu fondi, apdrošinātāji, komercbankas.

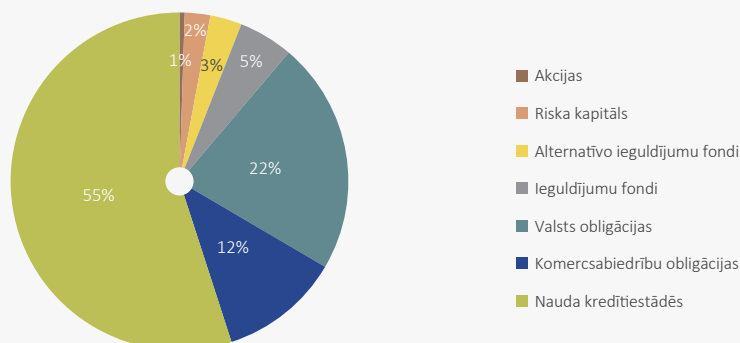
Viens no galvenajiem kapitāla tirgus virzītājiem ir spēcīgs institucionālo ieguldītāju sektors. Tāpēc par būtisku priekšnoteikumu kapitāla tirgus attīstībai tiek uzskatīts privāto pensiju uzkrājumu apmērs. Ja vietējie pensiju uzkrājumi ir nebūtiski, nav pamata uzskatīt, ka vietējam kapitāla tirgum ir ātras attīstības perspektīva. Pasaules tendences rāda, ka pensiju reformu rezultātā strauji palielinās ieguldījumi vietējā kapitāla tirgū. Arī Eiropas Komisijas izstrādātais *A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan*<sup>2</sup> norāda, ka privāto pensiju uzkrājumu veicināšana, īpaši darba devēju iemaksu veicināšana, izmantojot automātiskas iesaistīšanās (*auto-enrolment*) rīkus, ir svarīgs priekšnoteikums kapitāla tirgus attīstībai un ilgtermiņa ieguldījumu veicināšanai. Diemžēl Latvijas gadījumā līdzšinējās tendences ir atšķirīgas. Strauji pieaugot pensiju uzkrājumiem lielākajā institucionālo ieguldītāju sektorā – valsts fondēto pensiju shēmas (VFPS) līdzekļu pārvaldīšanas sektorā –, ieguldījumi Latvijā absolūtos skaitļos palikuši praktiski nemainīgi, bet procentuāli ieguldījumi Latvijā no visa VFPS ieguldījumu portfeļa strauji samazinās un 2020. gada 30. jūnijā veidoja tikai 16% no kopējiem ieguldījumiem.

<sup>2</sup> A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN> (skatīts 01.09.2020.).



Attēls Nr. 1.1 “VFPS aktīvu un ieguldījumu dinamikas salīdzinājums laika periodā no 2010. līdz 2020. gadam”

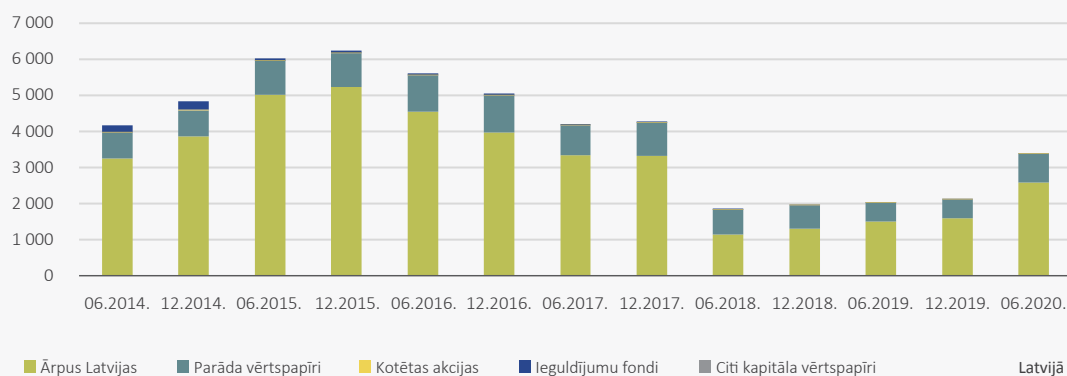
Apskatot detalizētāk VFPS ieguldījumus Latvijā, var secināt, ka ieguldījumi kapitāla tirgū veido tikai nelielu daļu no kopējiem ieguldījumiem Latvijā. Ieguldījumi Latvijas valsts obligācijās veido 22% no kopējiem ieguldījumiem Latvijā, ieguldījumi komercsabiedrību parāda vērtspapīros – 12%, ieguldījumi ieguldījumu fondos – 5%, bet ieguldījumi akcijās – tikai 1% no kopējiem ieguldījumiem Latvijā.



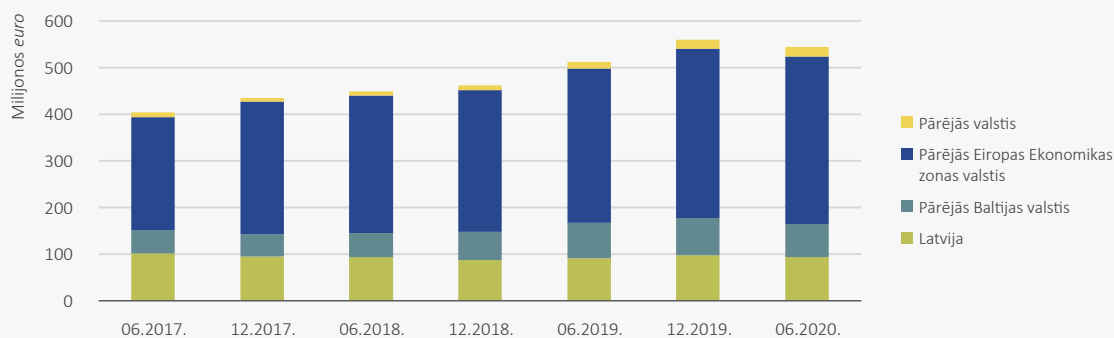
Attēls Nr. 1.2 “VFPS ieguldījumi Latvijā”

Aplūkojot citu institucionālo ieguldījumu īpatsvaru Latvijā, secināms, ka arī pārējie institucionālie ieguldītāji pārsvarā izvēlas ieguldījumus ārpus Latvijas. Līdz ar to Latvijas vērtspapīri veido tikai nelielu daļu no kopējā kredītiestāžu vērtspapīru portfeļa, un tendences rāda, ka gandrīz visi ieguldījumi Latvijas vērtspapīros ir ieguldījumi parāda vērtspapīros.



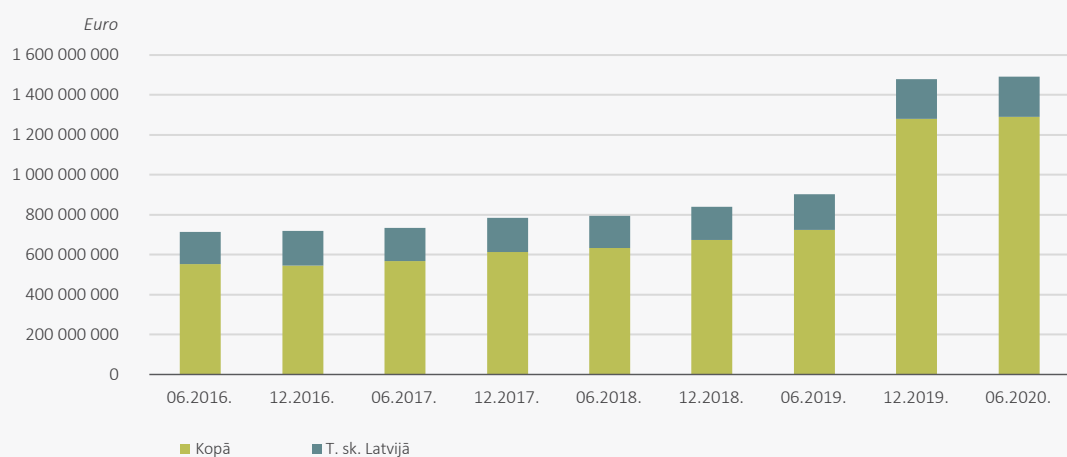


Attēls Nr. 1.3 "Kredītiestāžu vērtspapīru portfelis miljonos euro"



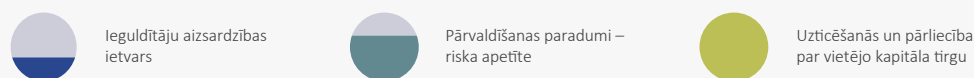
Attēls Nr. 1.4 "Privāto pensiju fondu ieguldījumu portfeļa ģeogrāfiskais sadalījums"

Arī privāto pensiju fondu pensiju plānu un apdrošinātāju ieguldījumu portfeļi uzrāda līdzīgas tendences kā VFPS un kredītiestāžu ieguldījumu portfeļi.



Attēls Nr. 1.5 "Apdrošināšanas sabiedrību ieguldījumu portfelis"

## Institucionālo ieguldītāju ieguldīšanas paradumus ietekmē vairāki faktori:



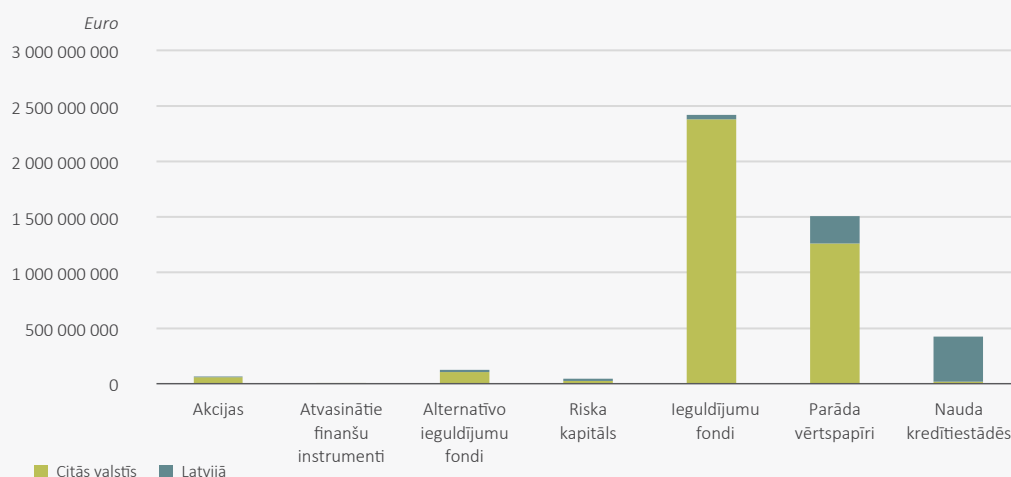
Attēls Nr. 1.6 “Institucionālo ieguldītāju ieguldīšanas paradumi”

Ieguldītāju aizsardzības ietvars institucionālajiem ieguldītājiem ir nozīmīgs faktors, kas tiek vērtēts, lai pieņemtu lēmumu par ieguldījumu veikšanu vietējā kapitāla tirgū. Diskusijās ar institucionālo ieguldītāju pārstāvjiem tika minēti vairāki faktori, kas izriet no kapitāla tirgus normatīvo aktu ietvara un ir svarīgi pozitīvu lēmumu par ieguldījumiem Latvijas kapitāla tirgū pieņemšanai: labvēlīgs un skaidrs nodokļu režīms, tiesiskā regulējuma noturība, akcionāru tiesību efektīva īstenošana, laba korporatīvā pārvaldība, informācijas pieejamība, akciju atpirkšanas regulējums, bilances vērtības piemērošana.

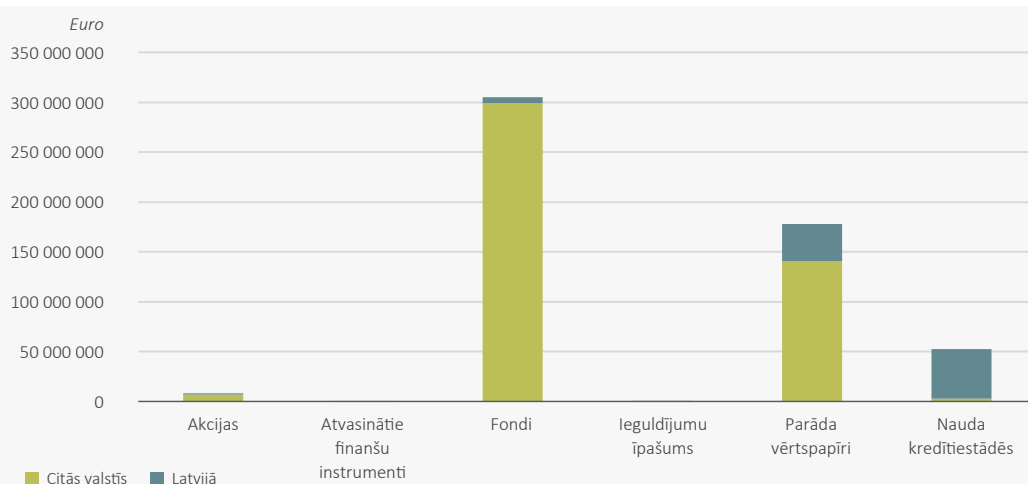
Otrs svarīgs faktors ir institucionālo ieguldītāju pārvaldīšanas paradumi un riska apetīte. Šajā jautājumā jāņem vērā vēsturiskā situācija, kas šos paradumus izveidojusi. Galvenie aspekti, kas veido šo faktoru, ir:

- pasīvā pārvaldīšana kā populārākā stratēģija;
- lēmumu pieņemšana grupas ietvaros;
- neesamība indeksos.

Viens no svarīgiem aspektiem ir pasīvā pārvaldīšana, kas nozīmē, ka lielākā daļa VFPS ieguldījumu tiek veikti nevis tiešā veidā kapitāla tirgū, bet ar ieguldījumu fondu starpniecību. Ieguldījumi ieguldījumu fondos gan VFPS, gan privātajiem pensiju fondiem veido lielāko ieguldījumu portfeļa daļu – 2020. gada jūnija beigās gan VFPS, gan privāto pensiju fondu ieguldījumi ieguldījumu fondos veidoja 56% no kopējā portfeļa.



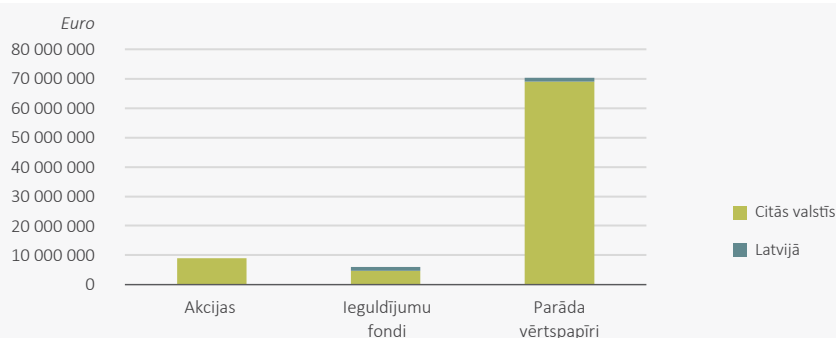
Attēls Nr. 1.7 “Ieguldījumi ieguldījumu fondos”



Attēls Nr. 1.8 "Privāto pensiju fondu ieguldījumi"

Lielākā daļa VFPS līdzekļu pārvaldītāju ir izvēlējušies pasīvu pārvaldīšanas stratēģiju. Ņemot vērā, ka Latvijā ieguldījumu fondu piedāvājums ir ārkārtīgi niecīgs un arī esošie ieguldījumu fondi neiegulda kapitāla tirgū Latvijā, VFPS ieguldījumi netiek veikti Latvijas kapitāla tirgū. Šajā gadījumā ir divi iespējamie risinājumi. Viens risinājums ir veicināt VFPS pārvaldīšanas stratēģijas maiņu no pasīvās pret aktīvo. Lai to veicinātu, nepieciešams izveidot instrumentus, kas radītu pārvaldītāju interesi par aktīvo pārvaldīšanu, piemēram, ieviest komisijas maksu limita diversifikāciju, nodokļu atvieglojumus un gratifikācijas. Otrs iespējamais risinājums ir veicināt ieguldījumu fondu sektora attīstību un tādu jaunu fondu dibināšanu, kuros VFPS līdzekļu pārvaldītāji varētu ieguldīt VFPS līdzekļus. Šis ir diezgan izaicinošs risinājums, kas prasa papildu analīzi, jo laika gaitā ir novērots, ka pārvaldītāji aizvien vairāk no pieejamiem pārvaldīšanas pakalpojumiem nosliecas par labu pensiju pārvaldīšanai un izvēlas nepiedāvāt ieguldījumu fondu pārvaldīšanas pakalpojumu. Tas skaidrojams ar VFPS līdzekļu stabilu naudas plūsmu un pieaugošiem aktīviem salīdzinājumā ar ieguldījumu fondiem.

Papildus tam, ka Latvijā reģistrēto ieguldījumu fondu piedāvājums ir niecīgs, pašlaik Latvijā reģistrēto ieguldījumu fondu portfeli dominē ārpus Latvijas esošie finanšu instrumenti un Latvijas vērtspapīri veido nebūtisku kopējā portfeļa daļu.



Attēls Nr. 1.9 "Ieguldījumu fondu ieguldījumi kapitāla tirgū"

Saskaņā ar pārvaldītāju minēto galvenie šķēršļi ieguldījumu fondu attīstībai ir:

- zems uzticības līmenis Latvijas finanšu sistēmai, tās ilgtermiņa produktiem, samērā zems finanšu pratības līmenis sabiedrībā;
- nodokļu sistēma, kura nemotivē līdzekļu uzkrāšanu fondos, nelabvēlīgāks režīms salīdzinājumā ar uzkrājošo dzīvības apdrošināšanu;
- tehniski apgrūtināta vai pat neiespējama Latvijā reģistrēto fondu apliecību iegāde ieguldītājiem ārpus Latvijas un Baltijas.

Iespējamie risinājumi ir:

- novērst vai mazināt nodokļu šķēršļus līdzekļu uzkrāšanai kopumā, t.sk. piemērot nodokļu atvieglojumus arī uzkrāšanai ieguldījumu fondos, pielīdzinot tās nodokļu režīmu uzkrājošajai dzīvības apdrošināšanai. Veicināt ieguldījumu konta režīma popularitāti, izvērtēt iespēju paredzēt noteiktu sākuma summu, kurai nodoklis netiek piemērots;
- Nasdaq CSD SE (Depozitārijs) izveidot savienojamību ar galvenajām pasaules norēķinu sistēmām *Clearstream* un *Euroclear* arī fondu apliecībām – šī iespēja veicinātu starptautisko ieguldītāju piesaisti. Tomēr jāatzīmē, ka Depozitārijs ir gatavs veikt nepieciešamās darbības šāda savienojuma izveidei, bet pašlaik esošie ieguldījumu fondu apmēri ne tikai Latvijā, bet pat Baltijā kopumā ir pārāk mazi, lai radītu *Clearstream* un *Euroclear* interesi par šāda savienojuma izveidi un uzturēšanu.

Otrs būtisks aspekts ir lēmumu par konkrētiem ieguldījumu objektiem pieņemšana institucionālo ieguldītāju grupas ietvaros. Lielākā daļa institucionālo ieguldītāju Latvijā ietilpst starptautiskas finanšu grupas sastāvā. Tas savukārt nozīmē, ka lēmumi par konkrētu ieguldījumu objektu sarakstu parasti tiek pieņemti investīciju komitejā ārpus Latvijas. Līdz ar to Latvijas kapitāla tirgus finanšu instrumenti parasti nav to ieguldījumu klāstā, kas tiek vērtēti kā potenciālie pārvaldītāju ieguldījumi, jo Latvijas kapitāla tirgus instrumenti ārpus Latvijas parasti nav pietiekami pazīstami un netiek uzskatīti par potenciāli vērtējamiem ieguldījumu objektiem. Iespējamais risinājums ir kotētajiem uzņēmumiem strādāt pie savas atpazīstamības veicināšanas starptautisku grupu pārvaldītāju vidū, kas savukārt sasauca ar nākamo aspektu par neesamību starptautiskos indeksos.

Trešais aspekts, kā jau norādīts, ir Latvijas kapitāla tirgus instrumentu neesamība starptautiskos indeksos. To iekļaušana veicinātu starptautisku atpazīstamību un pavērtu iespējas ieguldīt Latvijas kapitāla tirgū gan starptautiskajiem ieguldītājiem, gan arī starptautiskās grupās esošiem Latvijas pārvaldītājiem.

Vēl viens būtisks faktors ir institucionālo ieguldītāju uzticēšanās un pārliecība par Latvijas kapitāla tirgu. Institucionālie ieguldītāji Latvijas kapitāla tirgu un tajā iekļautos finanšu instrumentus neuzskata par pietiekami pievilcīgiem un ieguldītāju interesēm atbilstošiem. Kā būtiskākie šķēršļi tiek minēti:

- Latvija nav uz globālo indeksu skatuves, kas ierobežo ārvalstu ieguldītāju piekļuvi Latvijas vērtspapīriem;
- Biržā tirgotie uzņēmumi pēc lieluma un tirdzniecības aktivitātes neatbilst pensiju plānu un to ieguldītāju interesēm – mazs tirgus un nepietiekama likviditāte, korporatīvās pārvaldības izaicinājumi;

- šābrīža VFPS ieguldījumu plānu apmērs ir pārāk liels ekonomiski pamatotiem ieguldījumiem nelielās parāda vērtspapīru emisijās;
- VFPS ieguldījumi zemākas kredītriska kvalitātes finanšu instrumentos var radīt izdevumu slogu, kas nav atbilstošs VFPS normatīvos noteiktajai izdevumu segšanas metodoloģijai;
- ieguldīt Latvijā nozīmē ieguldīt tirgū ar zemu kapitalizāciju pret iekšzemes kopproduktu. Akciju gadījumā arī ir jāreķinās ar paaugstinātiem tiesiskajiem riskiem.

Lai institucionālajiem ieguldītājiem rastos pārlicība un uzticība vietējam kapitāla tirgum, būtiskākais ir radīt grūdienu kapitāla tirgus attīstībā, kas būtu lielo uzņēmumu daļēja iekļaušana regulētā tirgū. Visi institucionālo ieguldītāju pārstāvji atzīst, ka lielu un vērtīgu uzņēmumu iekļaušana kapitāla tirgū veicinātu interesi, un lielākā daļa institucionālo ieguldītāju, kuru viedoklis tika noskaidrots, norādīja, ka noteikti ieguldītu šādos uzņēmumos, jo tas atbilstu ieguldītāju interesēm un arī pārvaldītāju riska apetītei.

Otrs iespējamais risinājums, kas tika minēts, bija, ka, ja kāds no ieguldījumu fondu pārvaldītājiem vai alternatīvo ieguldījumu fondu pārvaldniekiem izveidotu fondu, kas ieguldītu Latvijas kapitāla tirgus instrumentos kā kolektīvo ieguldījumu instrumentus, tad institucionālie ieguldītāji noteikti apsvērtu iespēju ieguldīt šādā fondā, ņemot vērā, ka šis instruments varētu novērst daudzus no šķēršļiem, kas attur no ieguldījumiem Latvijas kapitāla tirgū: zema likviditāte, aktīvu vērtēšana, zema pārvaldības kultūra. Turklāt ieguldījumi šādā fondā sauktos ar institucionālo ieguldītāju pasīvo pārvaldīšanas stratēģiju, ieguldījumus veicot nevis tieši kapitāla tirgū, bet ar fondu starpniecību. Tomēr neviens no institucionālajiem ieguldītājiem, kas paši var veidot šādus fondus, neizrādīja interesi šādus fondus veidot, vien norādīja, ka labprāt apsvērtu iespēju ieguldīt šādā fondā. Viens no risinājumiem varētu būt valsts līmenī noteikt izdevumu AS "Attīstības finanšu institūcija Altum" (Altum) veidot šādu fondu, ņemot vērā, ka Altum jau ir reģistrējies kā alternatīvo ieguldījumu fondu pārvaldnieks un ir tirgus dalībnieks ar augstu reputāciju. Šāds risinājums gan būtu jāvērtē no risku viedokļa, proti, vai nerodas riski un konkurences ierobežojumi, ņemot vērā, ka valsts šajā gadījumā nodarbotos ar komercdarbību, kas tomēr ir privāto uzņēmumu pamatuzdevums.

Tāpat daļēji pārlicību par Latvijas kapitāla tirgu varētu sekmēt pašlaik sagatavotie grozījumi Valsts fondēto pensiju likumā, kas paredz precizēt pārvaldītāja pienākumu atpirkt ieguldījumus pārkāpumu gadījumā, kā arī palielināt limitu obligāciju emisijas apmēram no 10% līdz 30%, kā arī atcelt 75% limitu ieguldījumiem kapitāla vērtspapīros, kas arī varētu pastarpināti dot plašākas iespējas VFPS pārvaldītājiem vērtēt iespējas ieguldīt Latvijas kapitāla tirgū. Šeit gan jāpiezīmē, ka limitu maiņa pati par sevi nerada lielāku interesi ieguldīt tieši Latvijas kapitāla tirgū, ņemot vērā iepriekš minētos aspektus, tāpēc papildus limitu pārskatīšanai būtu jāvērtē iespējas tiešāk veicināt interesi par ieguldījumiem Latvijas kapitāla tirgū, vērtējot iespējas izveidot atbilstošus nodokļu atvieglojumu instrumentus tieši ieguldījumiem Latvijā.

Tomēr pats būtiskākais priekšnoteikums ieguldījumiem Latvijas kapitāla tirgū ir pievilcīgu investīciju objektu – lielu, likvīdu, vērtīgu uzņēmumu ar labu korporatīvo pārvaldību – esamība Latvijas kapitāla tirgū. Tā kā pašlaik šādu objek-

tu izvēle ir ārkārtīgi ierobežota, tad, šim apstāklim nemainoties, pārredzamā nākotnē institucionālo ieguldītāju plašāka iesaiste Latvijas kapitāla tirgū nav paredzama.

## 1.2. Starptautisko indeksu apskats

Lai nodrošinātu sekmīgu ārvalstu ieguldītāju ienākšanu Latvijas kapitāla tirgū, ieguldītājiem ir būtiski ieraudzīt Latviju pasaules kartē, un šo iespēju nodrošina valstu esamība starptautisko indeksu sarakstos dažādu kategoriju formātos. Pasaulē ir daudz globālu indeksu veidotāju, tomēr ietekmīgākais ir *MSCI*, kuru kā ieguldījumu etalonu (*benchmark*) izmanto 85% no starptautiskajiem aktīvu fondu pārvaldniekiem.<sup>3</sup>

Atrasties indeksā un tā augstākajās kategorijās (*Developed markets*) ir būtiski tāpēc, ka daudzi institucionālie ieguldītāji replicē vērtspapīru indeksa sastāvu, tātad, to darot, iegādājas konkrētajā valstī emitētos vērtspapīrus, kas savukārt nozīmē automātisku iespēju iekļūt ārvalstu ieguldītāju intereses lokā bez nepieciešamības tiešā veidā uzrunāt ieguldītāju.

| MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX          |                      |             |                             |                              |             |                                        |                    |             |             |
|---------------------------------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|------------------------------|-------------|----------------------------------------|--------------------|-------------|-------------|
| MSCI ACWI INDEX                             |                      |             |                             |                              |             | MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX |                    |             |             |
| MSCI WORLD INDEX                            |                      |             | MSCI EMERGING MARKETS INDEX |                              |             | MSCI FRONTIER MARKETS INDEX            |                    |             |             |
| DEVELOPED MARKETS                           |                      |             | EMERGING MARKETS            |                              |             | FRONTIER MARKETS                       |                    |             |             |
| Americas                                    | Europe & Middle East | Pacific     | Americas                    | Europe, Middle East & Africa | Asia        | Europe & CIS                           | Africa             | Middle East | Asia        |
| Canada                                      | Austria              | Australia   | Argentina                   | Czech Republic               | China       | Croatia                                | Kenya              | Bahrain     | Bangladesh  |
| United States                               | Belgium              | Hong Kong   | Brazil                      | Egypt                        | India       | Estonia                                | Mauritius          | Jordan      | Sri Lanka   |
|                                             | Denmark              | Japan       | Chile                       | Greece                       | Indonesia   | Lithuania                              | Morocco            | Lebanon     | Vietnam     |
|                                             | Finland              | New Zealand | Colombia                    | Hungary                      | Korea       | Kazakhstan                             | Nigeria            | Oman        |             |
|                                             | France               | Singapore   | Mexico                      | Kuwait                       | Malaysia    | Romania                                | Tunisia            |             |             |
|                                             | Germany              |             | Peru                        | Poland                       | Pakistan    | Serbia                                 | WAEMU <sup>2</sup> |             |             |
|                                             | Ireland              |             |                             | Qatar                        | Philippines | Slovenia                               |                    |             |             |
|                                             | Israel               |             |                             | Russia                       | Taiwan      |                                        |                    |             |             |
|                                             | Italy                |             |                             | Saudi Arabia                 | Thailand    |                                        |                    |             |             |
|                                             | Netherlands          |             |                             | South Africa                 |             |                                        |                    |             |             |
|                                             | Norway               |             |                             | Turkey                       |             |                                        |                    |             |             |
|                                             | Portugal             |             |                             | United Arab Emirates         |             |                                        |                    |             |             |
|                                             | Spain                |             |                             |                              |             |                                        |                    |             |             |
|                                             | Sweden               |             |                             |                              |             |                                        |                    |             |             |
|                                             | Switzerland          |             |                             |                              |             |                                        |                    |             |             |
|                                             | United Kingdom       |             |                             |                              |             |                                        |                    |             |             |
| MSCI STANDALONE MARKET INDEXES <sup>4</sup> |                      |             |                             |                              |             |                                        |                    |             |             |
|                                             |                      |             |                             |                              |             | Americas                               | Europe & CIS       | Africa      | Middle East |
|                                             |                      |             |                             |                              |             | Jamaica                                | Bosnia Herzegovina | Botswana    | Palestine   |
|                                             |                      |             |                             |                              |             | Panama                                 | Bulgaria           | Zimbabwe    |             |
|                                             |                      |             |                             |                              |             | Trinidad & Tobago                      | Malta              |             |             |
|                                             |                      |             |                             |                              |             |                                        | Iceland            |             |             |
|                                             |                      |             |                             |                              |             |                                        | Ukraine            |             |             |

Attēls Nr. 1.10 "Tirgus klasifikācija pēc MSCI 2020. gada 17. jūnijā"<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Assets in Global Equity ETFs linked to MSCI Indexes Reach All-Time High of \$707 Billion. Pieejams: <https://www.msci.com/documents/10199/6de39767-c42a-47ba-ab8c-11a6205e397c> (skatīts 21.10.2020.).

<sup>4</sup> Results of the MSCI 2020 global market accessibility review. Pieejams: <https://www.msci.com/market-classification#:~:text=The%20Annual%20Market%20Classification%20Review%20is%20based%20on%20the%20MSCI,market%20while%20preserving%20index%20stability> (skatīts 21.10.2020.).

Šobrīd situācija Baltijai un īpaši Latvijai nav labvēlīga. Piemēram, aplūkojot *MSCI 2020. gada 17. jūnija Global Market Accessibility Review*<sup>5</sup>, kurā valstis iedalītas grupās un attiecīgās to klasēs kā, piemēram, *Developed markets*, *Emerging markets*, *Frontier markets*, iespējams secināt, ka Latvija *MSCI* indeksā nemaz nav iekļauta, savukārt Igaunija un Lietuva atrodas *Frontier markets* zonā ar tādām Eiropas valstīm kā Horvātija, Kazahstāna, Rumānija, Serbija, Slovēnija.

*MSCI* vērtē dalībvalstis atbilstoši pieciem pamata kritērijiem, pēc kuriem nosaka to vietu indeksos<sup>6</sup>:

- atvērtība ārvalstu ieguldītājiem (*Openness to foreign ownership*);
- kapitāla kustības brīvība (*Ease of capital inflows/outflows*);
- operacionālā ietvara efektivitāte (*Efficiency of the operational framework*);
- ieguldījumu instrumentu pieejamība (*Availability of investment instruments*);
- institucionālā ietvara stabilitāte (*Stability of the institutional framework*).

*MSCI*, lai izvērtētu piecus pamata kritērijus, detalizēti aplūko 18 pozīcijas, kuras lielā mērā ir bāzētas uz ieguldītāju pieredzes analīzi.

Līdzīgu pieeju indeksu sastādīšanas procesā izmanto arī *FTSE Russel*.

<sup>5</sup> Results of the MSCI 2020 global market accessibility review. Pieejams: <https://www.msci.com/market-classification#:~:text=The%20Annual%20Market%20Classification%20Review%20is%20based%20on%20the%20MSCI,market%20while%20preserving%20index%20stability> (skatīts 21.10.2020.).

<sup>6</sup> MSCI\_2020\_Global\_Market\_Accessibility\_Review\_Report. Pieejams: [https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI\\_2020\\_Global\\_Market\\_Accessibility\\_Review\\_Report.pdf/78a73a91-af3d-cf21-94e8-1cc2c159d2ce](https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_2020_Global_Market_Accessibility_Review_Report.pdf/78a73a91-af3d-cf21-94e8-1cc2c159d2ce) (skatīts 21.10.2020.).

| Developed          | Advanced Emerging | Secondary Emerging | Frontier                    |
|--------------------|-------------------|--------------------|-----------------------------|
| Australia          | Brazil            | Chile              | Bahrain                     |
| Austria            | Czech Republic    | China              | Bangladesh                  |
| Belgium/Luxembourg | Greece            | Colombia           | Botswana                    |
| Canada             | Hungary           | Egypt              | Bulgaria                    |
| Denmark            | Malaysia          | India              | Côte d'Ivoire               |
| Finland            | Mexico            | Indonesia          | Croatia                     |
| France             | South Africa      | Kuwait             | Cyprus                      |
| Germany            | Taiwan            | Pakistan           | Estonia                     |
| Hong Kong          | Thailand          | Philippines        | Ghana                       |
| Ireland            | Turkey            | Qatar              | Iceland                     |
| Israel             |                   | Romania            | Jordan                      |
| Italy              |                   | Russia             | Kazakhstan                  |
| Japan              |                   | Saudi Arabia       | Kenya                       |
| Netherlands        |                   | UAE                | Latvia                      |
| New Zealand        |                   |                    | Lithuania                   |
| Norway             |                   |                    | Malta                       |
| Poland             |                   |                    | Mauritius                   |
| Portugal           |                   |                    | Morocco                     |
| Singapore          |                   |                    | Nigeria                     |
| South Korea        |                   |                    | Oman                        |
| Spain              |                   |                    | Palestine                   |
| Sweden             |                   |                    | Peru                        |
| Switzerland        |                   |                    | Republic of North Macedonia |
| UK                 |                   |                    | Serbia                      |
| USA                |                   |                    | Slovak Republic             |
|                    |                   |                    | Slovenia                    |
|                    |                   |                    | Sri Lanka                   |
|                    |                   |                    | Tanzania                    |
|                    |                   |                    | Tunisia                     |
|                    |                   |                    | Vietnam                     |

Attēls Nr. 1.11 "Tirgus klasifikācija pēc FTSE Russel 2020. gada septembrī"<sup>7</sup>

FTSE Russel indeksā atšķirībā no MSCI varam atrast Latviju – *Frontier markets* sarakstā –, līdzīgi kā tas MSCI indeksā ir ar mūsu kaimiņvalstīm Lietuvu un Igauniju. Tomēr pārējās dalībvalstis, kas iekļautas FTSE Russel indeksa *Frontier markets* sarakstā, piemēram, Omāna, Gana, Tunisija, Palestīna un citas, nera da ārvalstu ieguldītājiem pārliecību par labu un sakārtotu investīciju vidi, kas, visticamāk, neveicinās tos izmantot pasīvos ieguldījumus indeksa replikācijā.

Jebkurā no indeksiem par pamatu Baltijas valstu iekļaušanai klasifikācijā tiek ņemts tirgus lieluma faktors, kas Baltijas gadījumā ir galvenais šķērslis konkrētu grupu iekļaušanai indeksā. Šāds secinājums uzsvērts arī Finanšu ministrijas 2019. gadā izstrādātajā analīzes dokumentā<sup>8</sup>, norādot, ka Latvijas vērtspapīru tirgum būtu jābūt četras līdz sešas reizes lielākam jeb no 6 līdz 9 mljrd. ASV dolāru, lai tas kvalificētos MSCI prasībām. Tāpēc šobrīd arī turpinās darbs saistībā ar Baltijas tirgu kā vienotu veselumu un tā iekļaušanu indeksā, kas potenciāli

<sup>7</sup> Results of the MSCI 2020 global market accessibility review. Pieejams: <https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update-2020.pdf> (skatīts 01.11.2020.).

<sup>8</sup> Structural Reform Support Service. Local Currency and Capital Markets Initiative Technical Cooperation Framework Latvia: Consultancy services to reach Frontier and, if feasible at a later stage, Emerging Market Status (skatīts 21.10.2020.).



pavērtu iespēju iekļūt pat *Emerging markets* sarakstā. Tiesa, Baltijas, jo īpaši Latvijas, tirgus nav vienīgais, kurš saskaras ar lielu emitentu trūkumu. No Eiropas Savienības *MSCI* nav iekļautas tādas valstis kā Kipra, Luksemburga, Malta, Slovākija, Islande un Lihtenšteina. Tas aktualizē jautājumu par kapitāla kustības brīvību Eiropas Savienībā.

Aptaujājot Latvijas kapitāla tirgus dalībniekus, tie uzsvēra nepieciešamību padarīt pamanāmus mazos un vidējos uzņēmumus (MVU) Eiropas Savienībā, kas visās dalībvalstīs pārstāv 99% no kapitāla tirgus.<sup>9</sup> Pēc tirgus dalībnieku viedokļa, viens no veidiem, kā to panākt, ir speciāla indeksa radīšana Eiropas Savienības ietvaros (CMU indekss), kas pavērtu iespēju uzņēmumiem saņemt sev nepieciešamās investīcijas un veicinātu efektīvu pārrobežu tirdzniecību.

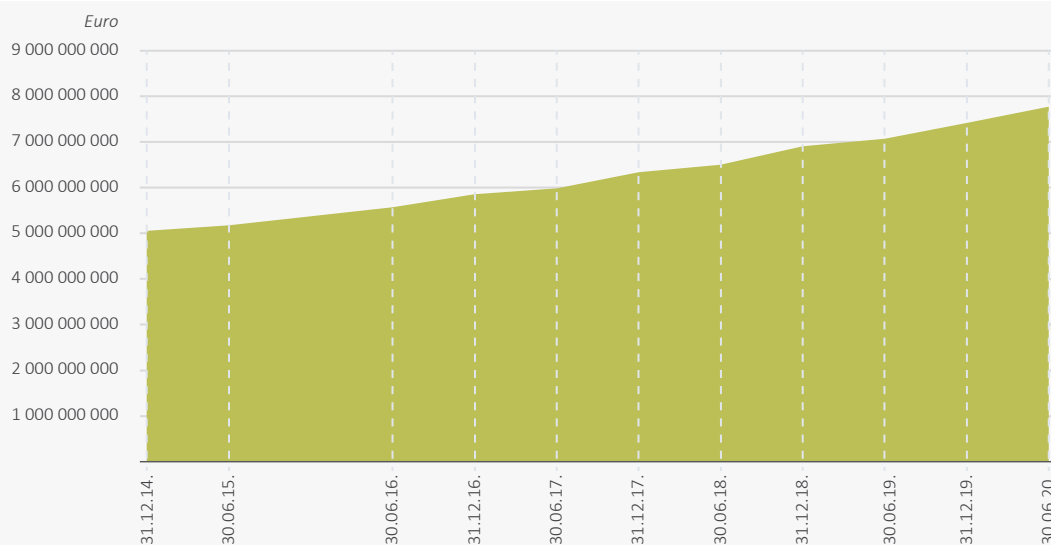
Tomēr dialoga ietvaros secināts, ka pamata prioritāte ir aktīvāka Baltijas valstu kopīga dalība, t.sk. uzraugošo institūciju iesaiste, lai nodrošinātu vienotu Baltijas tirgus indeksa klasifikācijas iekļaušanu *FTSE Russell* un *MSCI*. Finanšu ministrija sadarbībā ar Eiropas Rekonstrukcijas un attīstības banku un citiem partneriem ir veikusi arī padziļinātu pētījumu par šādām iespējām.<sup>10</sup> Pētījuma rezultātā izdarīts secinājums, ka galvenais pamats neesamībai indeksos ir pārāk mazais tirgus kapitalizācijas apmērs. Tāpat norādīts, ka ar MVU grupu nav pietiekami, lai to nodrošinātu, kas nozīmē, ka nepieciešama aktīvāka valsts kapitālsabiedrību iesaiste kapitāla tirgos. Tēzes pamato arī diskusijās ar esošajiem kapitāla tirgus dalībniekiem saņemtie viedokļi. Tāpat esošie kapitāla tirgus dalībnieki informēja par iespēju sniegt savu atbalstu indeksu jomā un apliecināja, ka ārvalstu ieguldītāji pat pasīvo investīciju veidā pozitīvi ietekmētu to domas par tālāku dalību un kapitāla piesaisti vietējā tirgū.

### 1.3. Privātie tirgus ieguldītāji

Lai gan būtiskākā loma kapitāla tirgus attīstībā ir institucionālajiem ieguldītājiem, kas iegulda tirgos milzīgus finanšu resursus, privāto ieguldītāju intereses par kapitāla tirgu nodrošināšana ir tikpat svarīga, jo rada pārliecību par kapitāla tirgus lomu finanšu sistēmā. Kaut arī privātie ieguldītāji jeb mājsaimniecības primāri ir uzskatāmi par noguldītājiem, nevis ieguldītājiem, jo pārsvarā kā galveno līdzekļu ieguldīšanas veidu izvēlas noguldījumus bankās, tomēr aizvien svarīgāk pašu privāto ieguldītāju interesēs ir meklēt citas līdzekļu ieguldīšanas iespējas, ņemot vērā ilgstoši zemās un dažviet pat negatīvās procentu likmes noguldījumiem eirozonā, kas liek naudas līdzekļiem ne tikai nevairot kapitālu, bet pat zaudēt vērtību. Tāpēc ir būtiski mudināt privātos ieguldītājus apsvērt iespējas no noguldītājiem kļūt par ieguldītājiem un izvēlēties sev atbilstošākos ieguldīšanas veidus.

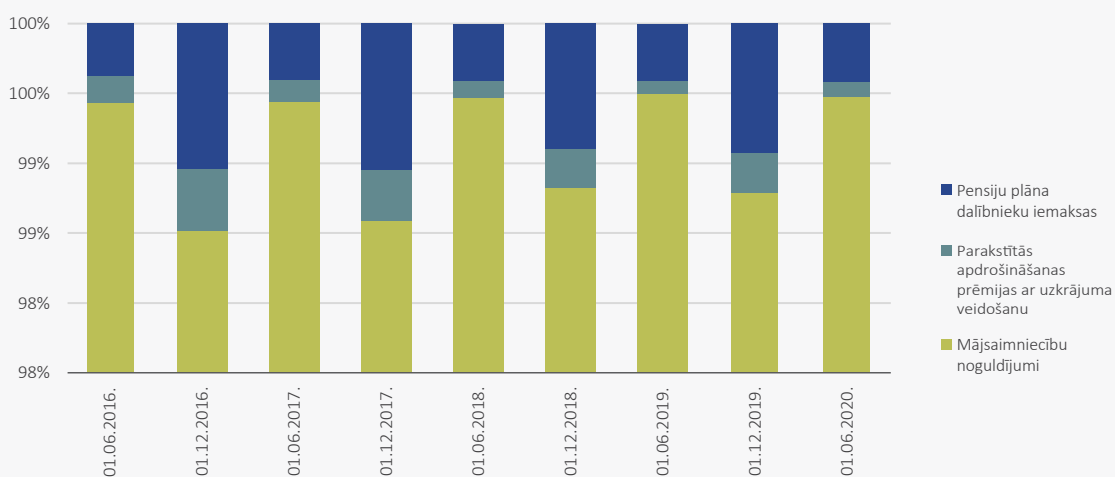
<sup>9</sup> MVU definīcija. Pieejams: [https://ec.europa.eu/growth/smes/sme-definition\\_en](https://ec.europa.eu/growth/smes/sme-definition_en) (skatīts 10.12.2020.).

<sup>10</sup> Structural Reform Support Service (SRSS) Local Currency and Capital Markets Initiative Technical Cooperation Framework Latvia: Consultancy services to reach Frontier and, if feasible at a later stage, Emerging Market Status. Pieejams: <https://www.fm.gov.lv/files/finansutirguspolitika/2019%20Mar%2019%20-%20SRSP1%20Latvia%20Final%20Report%20FV%20V2.pdf> (skatīts 21.10.2020.).



Attēls Nr. 1.12 "Mājsaimniecību noguldījumi laika periodā no 01.12.2014. līdz 01.04.2020."

Tradicionāli kā nākamos pēc noguldījumiem par savu ieguldījumu veidu dalībnieki izvēlas tādas kopīgo ieguldījumu formas kā ieguldījumu fondus, privāto pensiju fondu pensiju plānus, uzkrājošās apdrošināšanas līgumus un tikai pēc tam apsver iespējas ieguldīt kapitāla tirgus instrumentos.



Attēls Nr. 1.13 "Mājsaimniecību noguldījumu, pensiju plānu dalībnieku iemaksu un parakstīto apdrošināšanas prēmiju ar uzkrājuma veidošanu salīdzinājums laika periodā no 01.06.2016. līdz 01.06.2020."

Viena no pirmajām ieguldījumu iespējām ir vietējā kapitāla tirgus izmantošana, ieguldot klasiski pieejamajos finanšu instrumentos, pamatā akcijās, kurās ieguldītāji izvēlas ieguldīt augstākas tirgus likviditātes dēļ. Tirdzniecība ar vietējā tirgū kotētām akcijām un to apgrozījums 2020. gada ietvaros liecina ne vien par tirgū piedāvātajām ieguldījumu iespējām, bet arī samērā nelielu vietējo privātpersonu iesaisti kapitāla tirgū.

Pētījuma ietvaros FKTK stratēģiskajā dialogā tika konstatēts, ka pamata raizes privātajiem ieguldītājiem attiecībā uz ieguldījumu veikšanu kapitāla tirgus dalībniekos raisa:

- akcionāru savstarpējie strīdi kontroles gadījumos, kas sabotē arī korektu akcionāru sapulču norises procesu;
- uzņēmuma korporatīvās pārvaldības pārkāpumi;
- uzņēmuma aktīvu aizplūšana, izmantojot saistīto pušu darījumus;
- aktīvu (īpaši nekustamo īpašumu) nekorekts atspoguļojums finanšu pārskatos.

2020. gadā FKTK saņēmusi 22 sūdzības. Galvenie sūdzību temati iedalāmi šādos blokos:

- ar akcionāru sapulcēm saistītie jautājumi (9);
- obligātā, kā arī brīvprātīgā akciju atpirkšanas piedāvājuma, t.sk. cenas, neatbilstība (5);
- obligātā akciju atpirkšanas piedāvājuma neizteikšana (3);
- pārkāpumi saistībā ar netiešo līdzdalību (2);
- ar emitenta gada pārskatu, kā arī aktīvu novērtējumu saistītas aktualitātes (2);
- FKTK rīcība konkrētās situācijās (1).

Privāto ieguldītāju vidū ir vērojama tendence, kas liecina par to pasivitāti gadījumos, kad veikti ieguldījumi vietējā tirgus emitentos, piemēram, akcionāru sapulču laikā neizsakot savas bažas par kļūdām, kas konstatētas gada pārskatos, aktīvi nerīkojoties attiecībā uz darījumu slēgšanu ar saistītām pusēm vai citiem būtiskiem aspektiem, kas tiešā veidā ietekmē uzņēmuma finansiālos rezultātus. Atsevišķos gadījumos, kad tiek veiktas darbības, lai aizstāvētu savas intereses attiecībā uz ieguldījumu emitentā, veikto darbību kopumā nav redzama strukturēta rīcība. Ieguldītāji arī praktiski neizmanto iespēju tiesvedības ceļā risināt problēmjautājumus, kas pastāv emitentā. Minētais zināmā mērā saistīts ar spēcīgas privāto ieguldītāju kopienas neesamību Latvijā.

Jaunākās tendences rāda arī to, ka privātie ieguldītāji tradicionālo kapitāla tirgus instrumentu vietā aizvien vairāk izvēlas netradicionālākas ieguldījumu iespējas, kā dažādas ieguldījumu platformas, kriptoaktīvus u.tml. Ne vienmēr izvēlētie ieguldījumu veidi atbilst privāto ieguldītāju riska apetītei un izpratnei par izvēlēto ieguldījuma veidu, tāpēc viens no risinājumiem, kas palīdzētu

ieguldītājiem izvēlēties sev atbilstošāko ieguldījuma veidu, saskaņā ar FKTK stratēģiskajā dialogā konstatēto būtu mūsdienīga risinājuma izstrādāšana un ieviešana, kas uzskatāmā veidā informētu par riskiem, kuri saistīti ar dažādiem ieguldījumu veidiem, tādējādi palīdzot privātajiem ieguldītājiem izvērtēt konkrētu ieguldījumu veidu atbilstību ieguldītāja riska apetītei un finanšu pratības līmenim. Taču galvenie iemesli kapitāla tirgus mazajai popularitātei ir ieguldītāju finanšu pratības par ieguldīšanu kapitāla tirgū trūkums. Arī Eiropas Komisijas izstrādātajā *A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan* kā viena no prioritātēm norādīta privāto ieguldītāju intereses par kapitāla tirgu veicināšana. Kā piemērs privāto ieguldītāju tālākai iesaistīšanai kapitāla tirgū šajā dokumentā minēts: *“The Commission will assess the applicable rules in the area of inducements and disclosure and, where necessary, propose to amend the existing legal framework for retail investors to receive fair advice and clear and comparable product information. It will also propose how to reduce information overload for experienced retail investors, subject to appropriate safeguards. Finally, it will seek to improve the level of professional qualifications for advisors in the EU and assess the feasibility of setting up a pan-EU label for financial advisors.”*<sup>11</sup>

Privāto ieguldītāju lielāku iesaisti kapitāla tirgū var veicināt uzticības kapitāla tirgum radīšana un paaugstināšana, kas galvenokārt ietver informācijas ieguldītājiem uzlabošanu, kā arī esošo informācijas kanālu modernizēšanu un jaunu inovatīvu informācijas kanālu izveidošanu, finanšu konsultāciju privātajiem ieguldītājiem pieejamības un kvalitātes uzlabošanu, bet vispirms privāto ieguldītāju finanšu pratības palielināšanu, kas veicina uzkrājumu un sekmīgas ilgtermiņa investēšanas paradumu izveidi.

## 1.4. Finanšu pratība

Pētījumi rāda, ka iedzīvotāju finanšu pratība un ieguldījumi ir cieši saistīti, jo vispārējā finanšu pratība nosaka, vai persona nolems veikt ieguldījumus un kādus panākumus gūs. Ieguldījumu veikšanu ietekmē arī izglītības līmenis un kvalitāte, finanšu pratība ģimenē, risku tolerance, vecums un kognitīvās spējas kopumā. Arī FKTK īstenotā dialoga ietvaros nozares pārstāvji norādīja, ka finanšu pratība ieguldījumu jomā ir nozīmīgs aspekts.

Kopš 2014. gada tiek īstenota Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības stratēģija, kurā izvirzīti mērķi trīs jomās: finanšu plānošanas un uzkrājumu veidošanas tradīcija, finanšu pakalpojumu vides integritāte un sabiedrības finansiālā ilgtspēja un attīstība.

Katra mērķa sasniegšanai ir noteikti rīcības virzieni un mērīšanai tiek izmantoti konkrēti indikatori, kuriem noteikts vēlamais līmenis 2020. gadā. Indikatori rāda, ka pēdējo gadu laikā mājsaimniecību finanšu labsajūta ir būtiski uzlabojusies. Kopš 2013. gada mājsaimniecību noguldījumu apmērs komercbankās ar termiņu, kas ilgāks par gadu, ir pieaugošs rādītājs, tāpat mājsaimniecību ko-

<sup>11</sup> A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN> (skatīts 01.09.2020.).

pējo uzkrājumu apmērs ir stabili pieaugošs rādītājs un ir pat dubultojies kopš 2013. gada – no 6.9 milj. *euro* tas pieaudzis līdz 12.8 milj. *euro* 2019. gadā –, ko galvenokārt noteica VFPS iemaksas un labie darbības rezultāti 2019. gadā. Privāto pensiju fondu plānos iesaistīto personu skaits un iemaksu apmērs ir ievērojami palielinājies.

Arī Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības aptaujas dati liecina, ka pieaudzis to respondentu skaits, kas uzkrājuši “drošības spilvenu”.

Palielinoties ienākumiem, nedaudz mazinājies to mājsaimniecību īpatsvars, kas pastāvīgi plāno savu budžetu. Samazinājies mājsaimniecību problemātisko kredītu, kas kavēti ilgāk par 90 dienām, skaits un apmērs, tāpat nebanku kavēto kredītu skaits un apmērs. Uzlabojusies sabiedrības finansiālā ilgtspēja, par ko liecina mājsaimniecību kredītu un noguldījumu attiecība.

Pieaugošs ir arī dzīvības apdrošināšanas ar uzkrājumu no jauna noslēgto līgumu skaits. No 63 790 noslēgtiem līgumiem 2014. gadā tas ir palielinājies līdz 227 965 līgumiem 2019. gadā, tomēr, pieaugot līgumu skaitam, ir samazinājies parakstīto prēmiju apmērs uz personu, kas 2014. gadā bija 21 *euro*, bet 2019. gadā – 13 *euro*. Kopš 2013. gada ir būtiski – par 7.9 milj. *euro* – pieaudzis krājaizdevu sabiedrību biedru – privātpersonu – noguldījumu apmērs.<sup>12</sup>

Tomēr FKTK veiktā Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības aptauja rāda, ka vidējais iedzīvotāju finanšu pratības indekss 2019. gadā sasniedza 21.7 punktus no 99, kas ir nedaudz labāk kā 2015. gadā, kad indekss sasniedza 21.2 punktus.<sup>13</sup>

Analizējot Latvijas iedzīvotāju aptaujas datus un finanšu pratības indeksa rezultātus, redzams, ka iedzīvotāju uzskati, attieksme un paradumi nav būtiski mainījušies kopš 2013. gada, kā rezultātā arī būtiskus uzlabojumus kopējā finanšu pratībā nevar novērot. Kā liecina iepriekš minētie dati par uzkrājumiem un noguldījumiem, Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības stratēģijā iekļautie mērķu sasniegšanas indikatori uzlabojas – cilvēkiem pieaug pieejamie brīvie līdzekļi un uzkrājumi, samazinās kavēto kredītu apmērs, mājsaimniecības finansiāli jūtas būtiski labāk, kas ļauj secināt, ka izmaiņas notiek uz kopējās valsts ekonomiskās attīstības rēķina, nevis saistībā ar finanšu pratības uzlabojumiem. Mājsaimniecību finansiālā labsajūta, pēc pieejamās informācijas, ļautu tām veikt ieguldījumus, tomēr nepietiekamā finanšu pratība, īpaši attieksme un praktiskā rīcība, ir viens no aspektiem, kas to kavē.

#### 1.4.1. Latvijas iedzīvotāju attieksme pret ieguldījumiem

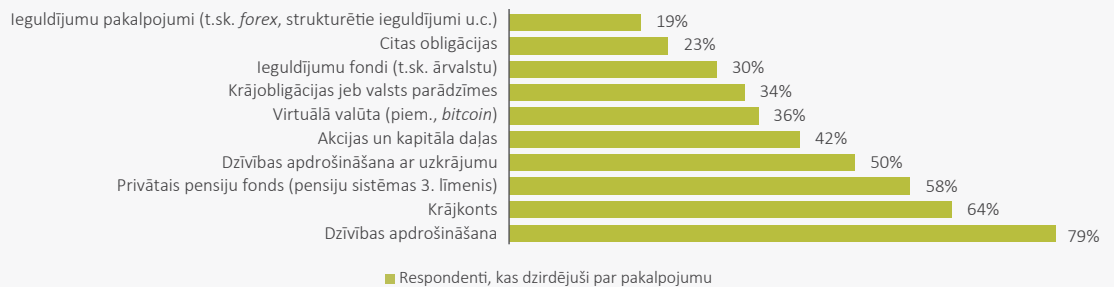
FKTK 2019. gadā īstenotajā Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības aptaujā tika apskatītas arī Latvijas iedzīvotāju zināšanas par ieguldījumiem. Novērtējot to, vai trīs apgalvojumi, kas respondentiem tika piedāvāti (visi faktiski bija pareizi), atbilst patiesībai, kļūdainas atbildes tika saņemtas reti (5–8%), tomēr 15–33% (atkarībā no apgalvojuma) respondentu atbildes sniegt nespēja.

<sup>12</sup> Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības stratēģija 2014–2020. Mērķu izpildes indikatoru apskats 2019. Pieejams: [https://www.finansupratiba.lv/wp-content/uploads/2020/07/STRAT\\_Indikatoru\\_izpilde\\_2019-1.pdf](https://www.finansupratiba.lv/wp-content/uploads/2020/07/STRAT_Indikatoru_izpilde_2019-1.pdf) (skatīts 09.12.2020.).

<sup>13</sup> Latvijas iedzīvotāju finanšu pratība. Latvijas iedzīvotāju 2019. gada aptaujas rezultāti. Pieejams: <https://www.finansupratiba.lv/wp-content/uploads/2020/01/Zinojums-Finansu-pratiba-2019-F.pdf> (skatīts 09.12.2020.).

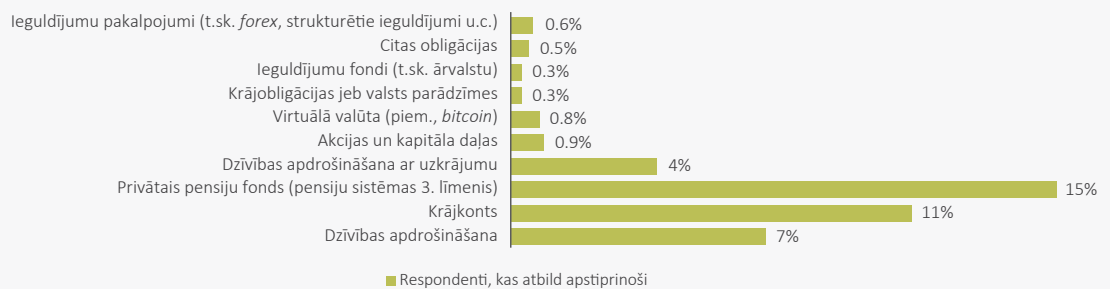
Aptaujā tika piedāvāti vairāki finanšu pakalpojumi un uzdoti jautājumi “Par kuriem finanšu pakalpojumiem esat dzirdējuši?” un “Kurus no šiem pakalpojumiem izmantojat?”.

#### Par kuriem finanšu pakalpojumiem esat dzirdējuši?



Attēls Nr. 1.14 “Latvijas iedzīvotāju 2019. gada aptaujas rezultāti”

#### Kurus no šiem finanšu pakalpojumiem Jūs pašlaik izmantojat?

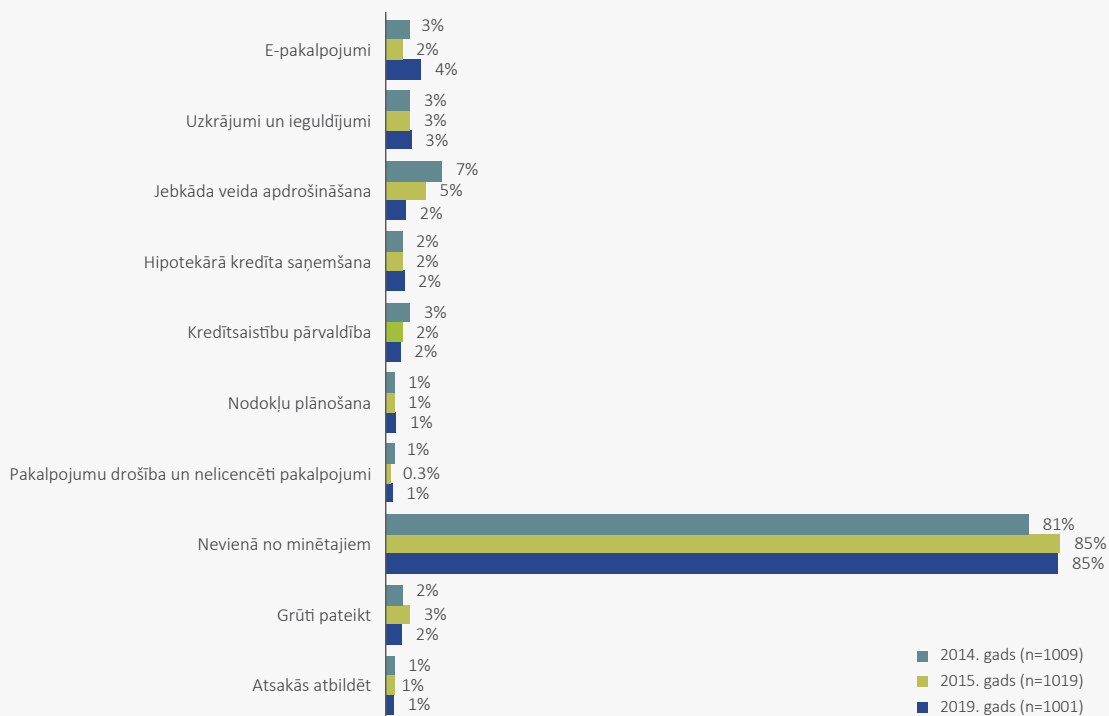


Attēls Nr. 1.15 “Latvijas iedzīvotāju 2019. gada aptaujas rezultāti”

Atbilžu uz abiem šiem jautājumiem salīdzinājums parāda, ka informētība par pakalpojuma veidu nenožīmē, ka tas tiek izmantots. Tāpat precīzākiem secinājumiem būtu nepieciešams izprast, cik lielā mērā respondenti ir informēti par pakalpojumu – vai tiek atpazīts tikai nosaukums vai arī ir pietiekamas zināšanas, lai pakalpojumu izprastu. Redzams, ka, jo lielāka informētība par konkrēto pakalpojumu, jo lielāks respondentu skaits to arī izmanto. Visvairāk respondenti ir dzirdējuši par dzīvības apdrošināšanu, krājkontu un privāto pensiju fondu, ko salīdzinoši lielāks respondentu īpatsvars izvēlas jautājumā par to, kuri pakalpojumi tiek izmantoti. Tā kā informētība saistībā ar ieguldījumu pakalpojumiem ir maza, tad respondentu, kas šos pakalpojumus izmanto, īpatsvars arī ir neliels.

Aptauja atklāj, ka iedzīvotāji nemēdz meklēt palīdzību pie finanšu nozares ekspertiem un par ieguldījumiem to dara tikai 3% respondentu.

Vai pēdējo 12 mēnešu laikā esat vērsies pie finanšu profesionāļa pēc padoma kādā no šiem jautājumiem?

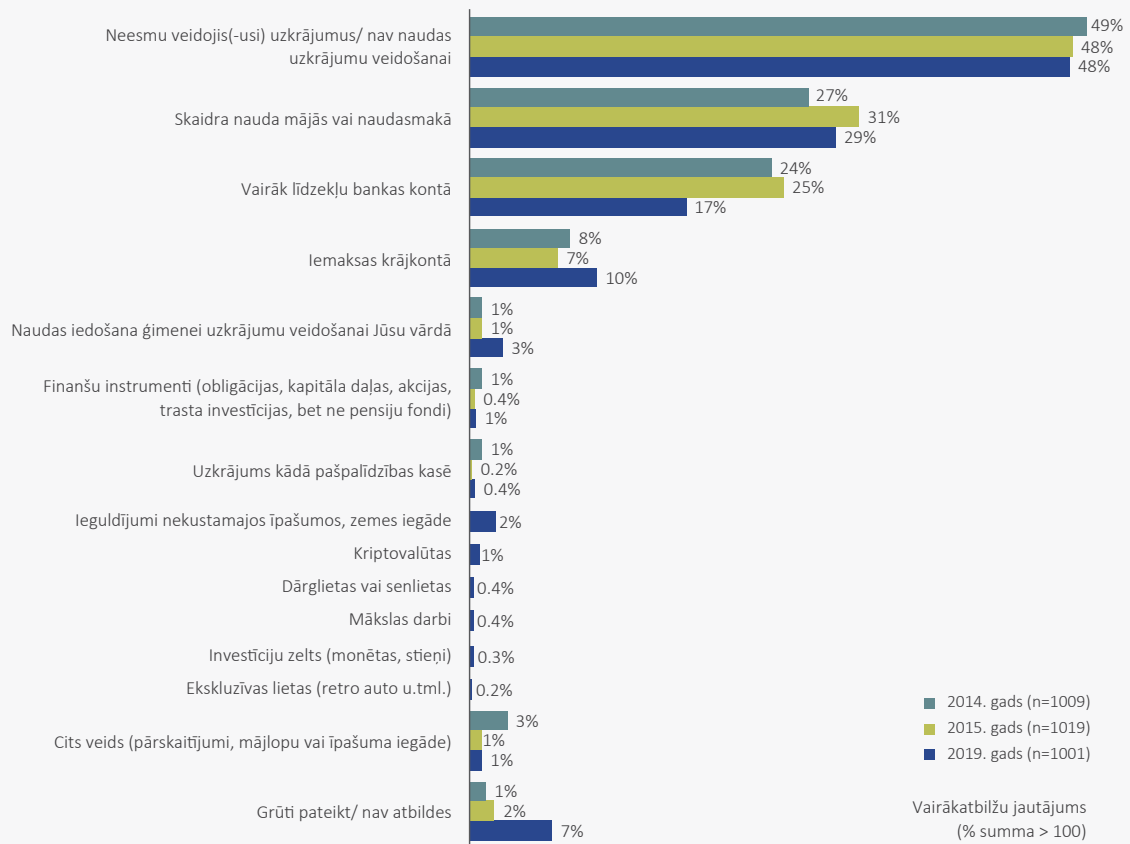


Attēls Nr. 1.16 "Latvijas iedzīvotāju 2019. gada aptaujas rezultāti"

Ar ģimeni ieguldījumu un uzkrājumu jautājumus pārrunājuši 2% respondentu, bet 83% atbild, ka pēc padoma par finanšu jautājumiem nav vērsušies vispār.

Uz jautājumu "Vai pēdējos 12 mēnešos esat personīgi uzkrājis naudu kādā no tālāk minētajiem veidiem, neatkarīgi no tā, vai Jums pašlaik vēl ir uzkrājumi?" sniegtās atbildes parāda gan to, ka puse iedzīvotāju uzkrājumus neveido, gan to, ka salīdzinoši liels īpatsvars to dara skaidrā naudā, nevis izvēlas ieguldīt vai uzkrāt bankas kontā.

Vai pēdējos 12 mēnešos esat personīgi uzkrājis naudu kādā no tālāk minētajiem veidiem, neatkarīgi no tā, vai Jums pašlaik vēl ir uzkrājumi?



Attēls Nr. 1.17 "Latvijas iedzīvotāju 2019. gada aptaujas rezultāti"

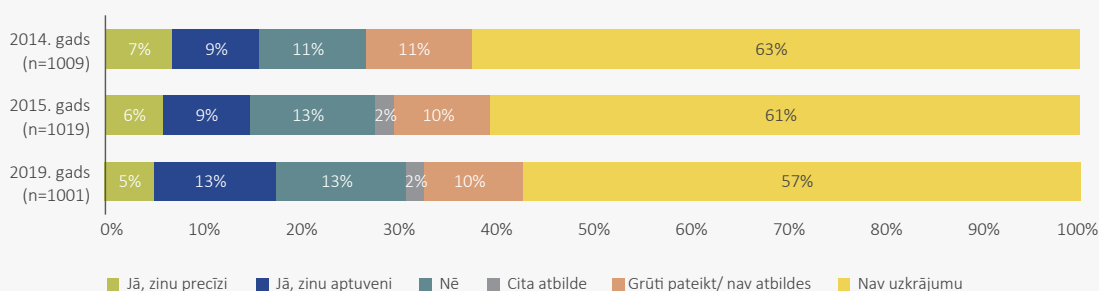
Turklāt nevar apgalvot, ka ekonomiskās situācijas uzlabojums būtu atstājis veicinošu ietekmi uz uzkrājumu veidošanu (krājkonts, privātais pensiju fonds, depozīts) – attiecībā uz visiem šiem pakalpojumiem respondenti retāk nekā aptaujā 2015. gadā norāda, ka tos izmanto. Tādējādi tendence drīzāk ir finanses tērēt (tūlītējam labumam vai drošības sajūtai, iegādājoties apdrošināšanu), nevis veikt ilgāka termiņa investīcijas.

2019. gadā lielāka respondentu daļa nekā iepriekš norādījusi, ka veic iemaksas pensiju sistēmas 3. līmenī (2019. gadā, pēc respondentu atbildēm, 10% to darīja paši, bet par 8% iemaksas veica darba devējs). Tomēr dalībnieku skaita pieaugums neliecina par līdzdalības pakāpes pieaugumu – tieši otrādi. Līdzīgi kā ar sekošanu līdzī VFPS ieguldījumu plāna darbībai aptaujā tā respondentu daļa, kas teikusi, ka seko līdzī privātā pensiju fonda darbībai, samazinājusies – no 49% 2015. gadā līdz 37%. Savukārt ievērojami biežāk nekā 2015. gada aptaujā izvēlēta atbilde "grūti pateikt".



Iedzīvotājiem ir maza informētība par saviem peļņas procentiem no uzkrājumiem, ko arī atklāj minētā aptauja.

Vai Jūs zināt, cik lieli ir peļņas procenti Jūsu uzkrājumiem šobrīd?



Attēls Nr. 1.18 "Latvijas iedzīvotāju 2019. gada aptaujas rezultāti"

### 1.4.2. Privātpersonu ieguldījumu veikšanu ietekmējošie faktori

Starptautiskie pētījumi iezīmē virkni iemeslu, no kā izriet nelielā interese par ieguldījumiem, un, kaut arī Latvijā nav veikti padziļināti pētījumi, kuros analizēta iedzīvotāju attieksme, zināšanas un rīcība saistībā ar ieguldījumu veikšanu, īpaši akciju tirgos, tomēr starptautisko pētījumu un publikāciju secinājumus var attiecināt arī uz Latvijas iedzīvotājiem, īpaši ņemot vērā, ka virkne pētījumu iezīmē vienādus secinājumus un tendences dažādās pasaules vietās. Šeit uzskaitīta daļa no būtiskākajiem iemesliem, kas ietekmē to, vai mājsaimniecības un personas veic ieguldījumus:

- Jo zemāks finanšu prātības līmenis, jo mazāka iespējamība, ka persona veiks ieguldījumus. Ieguldījumu veikšana ir sarežģīta aktivitāte, kas pieprasa spēju izvērtēt, kā to darīt, kur ieguldīt, kādi ir noteikumi. Ir jābūt kopējai ekonomisko un finanšu jautājumu izpratnei, lai veiktu pārdomātus ieguldījumus.<sup>14</sup>

- Iedzīvotāji ar zemāku finanšu prātības līmeni lēmumus par savām finansēm pieņem, palaujoties galvenokārt uz ģimeni un draugiem, un nemeklē padomus pie ekspertiem. Tas samazina iespējamību, ka viņi ieguldīs un darīs to veiksmīgi.<sup>15</sup> Latvijas iedzīvotāju aptauja atklāj, ka 85% respondentu pēc padoma par finanšu jautājumiem nevēršas vispār, bet, ja vēršas, tad visbiežāk jautājumos par uzkrājumiem un ieguldījumiem. Pie šī jautājuma būtu jāvērtē ne tikai tas, cik bieži tiek meklēta profesionāļu palīdzība, bet arī tas, cik pieejami ir eksperti, kāds ir ekspertu tīkla pārklājums, kādas ir konsultāciju izmaksas utt.

<sup>14</sup> Soeroto, W., Mubarak, Z. 2016. Income, Financial Risk Tolerance, Financial Literacy and Participation in Capital Market. Skat.: [https://www.researchgate.net/publication/309395259\\_Income\\_Financial\\_Risk\\_Tolerance\\_Financial\\_Literacy\\_and\\_Participation\\_in\\_Capital\\_Market/stats](https://www.researchgate.net/publication/309395259_Income_Financial_Risk_Tolerance_Financial_Literacy_and_Participation_in_Capital_Market/stats).

<sup>15</sup> Turpat.

- Ieguldījumu veikšana ir atkarīga no iegūtā izglītības līmeņa, kvalitātes, indivīda izziņas spējām kopumā. Ietekme ir arī ģimenei un vecāku izglītībai.<sup>16</sup> FKTK 2019. gadā veiktais pētījums iezīmē, ka cilvēkiem ar augstāku izglītības līmeni ir labāka finanšu prasība. Ja tiek pieņemts, ka finanšu prasības līmenis ietekmē ieguldījumu veikšanu, tad šāda saistība ir iespējama.

- Cilvēki nevēlas uzņemties risku un daudz labprātāk samierinās ar esošo situāciju<sup>17</sup>, nekā pieliek piepūli, meklē informāciju, velta laiku un resursus tādu darbību veikšanai, kuru pamatā nav augsta motivācija. Tāpat, runājot par ieguldījumiem, jāņem vērā indivīdu atšķirīgie risku tolerances līmeņi. Nevēlēšanās pielikt piepūli un veikt kādas konkrētas darbības, pat ja racionāli tas ir izdevīgi, ir viena no uzvedības ekonomikas pamatatziņām un tendencēm, kas jāņem vērā komunikācijā, kuras mērķis ir panākt kādu konkrētu rīcību, tāpēc šis aspekts tiks plašāk apskatīts nākamajā nodaļā.

- Lai veicinātu iedzīvotāju ieguldījumu veikšanu, ir nepieciešams ne tikai viņus izglītēt, bet arī veidot pozitīvu attieksmi un panākt konkrētu iedzīvotāju uzvedību. Ir jāņem vērā uzvedības ekonomikas pamatprincipi, tai skaitā tas, ka cilvēki nepieņem racionālus lēmumus, bet viņu lēmumus ietekmē virkne emocionālu un psiholoģisku faktoru. Cilvēki zaudējumus vērtē augstāk nekā ieguvumus: ir daudz grūtāk atdot kaut to, kas cilvēkam pieder, nekā kaut ko papildu nesaņemt.<sup>18</sup> Tā kā ieguldījumi ir saistīti ar risku, tad jāņem vērā cilvēku nevēlēšanās šo risku uzņemties un drīzāka samierināšanās ar esošo situāciju, jo ir izteiktākas bailes kaut ko zaudēt.

- Lai notiktu iedzīvotāju uzvedības maiņa, ir būtiski, lai cilvēkam ir augsta motivācija, lielas iespējas izmantot konkrēto uzvedības modeli un tiek saņemti nepieciešamie pamudinājumi.<sup>19</sup> Lai konkrētai uzvedībai nebūtu šķēršļu, ir jābūt pieejamajiem nepieciešamajiem resursiem, piemēram, brīvajiem līdzekļiem, ērti pieejamai platformai ieguldījumu veikšanai, zināšanām un laika resursiem. Ir vienlīdz svarīgi gan tas, lai ieguldījumus veikt ir vienkārši, gan arī tas, lai sabiedrība būtu pietiekami izglītota un zinoša par to, kā to paveikt. Jārēķinās, ka jaunu zināšanu apguve prasa piepūli un cilvēki var nebūt gatavi šādu soli spert. Ar pamudinājumiem konkrētai uzvedībai tiek saprasti stimuli, kas liek darbību veikt – reklāmas, mediju informācija u.c. Tiem ir jābūt vienkāršiem, pamanāmiem, skaidri saprotamiem un jāatrodas tuvu situācijai, kurā izmantot uzvedības modeli.<sup>20</sup> Ja motivācija veikt ieguldījumus ir zema, tad būtiski, lai cilvēkam ir vismaz iespējas to veikt (pietiekami daudz naudas, laika, zināšanu), un tad pamudinājumi var sekmēt to, ka ieguldījumi tiek veikti. Savukārt, ja spējas ieguldīt ir mazas, tad ir būtiski, lai motivācija ir augsta, un

<sup>16</sup> Mate, Rashmi & Dam, Leena. 2018. Financial Literacy about Stock Market among the Participants of Bombay Stock Exchange. *International Journal of Emerging Research in Management and Technology*. 6. 173. 10.23956/ijermt.v6i7.208.

<sup>17</sup> Soeroto, W., Mubarak, Z. 2016. Income, Financial Risk Tolerance, Financial Literacy and Participation in Capital Market. Skat.: [https://www.researchgate.net/publication/309395259\\_Income\\_Financial\\_Risk\\_Tolerance\\_Financial\\_Literacy\\_and\\_Participation\\_in\\_Capital\\_Market/stats](https://www.researchgate.net/publication/309395259_Income_Financial_Risk_Tolerance_Financial_Literacy_and_Participation_in_Capital_Market/stats).

<sup>18</sup> Etzioni, A. 2011. Behavioral economics: Toward a new paradigm. *American Behavioral Scientist*, 55(8), 1099–1119. Doi: /10.1177/0002764211412355.

<sup>19</sup> Fogg, B.J. 2009. A behavior model for persuasive design. Doi: 40. 10.1145/1541948.1541999.

<sup>20</sup> McKenzie-Mohr, D. & Schultz, Paul. 2014. Choosing Effective Behavior Change Tools. *Social Marketing Quarterly*. 20. 35-46. Doi: 10.1177/1524500413519257.

tad pamudinājumi var būt vairāk vērsti uz spēju palielināšanu. Tie var būt pamudinājumi veikt uzkrājumus, apgūt zināšanas, apmeklēt konsultantu, atrast ieguldījumu platformu utt.

- Sociālo normu izmantošana ir vēl viens no paņēmieniem, lai palīdzētu mainīt uzvedību. Indivīdam ir jāredz, ka apkārtējie pieņem konkrētu uzvedības modeli un to jau izmanto, kā arī būtiska ir konkrēto piemēru demonstrēšana.<sup>21</sup> Tas jāņem vērā, gan plānojot konkrētas aktivitātes, gan izvēloties veidu, kā par ieguldījumu veikšanu runāt. Tā vietā, lai izceltu negatīvo statistiku, būtu jāakcentē piemēri, kad cilvēki iesaistās finanšu tirgos. Cilvēkam jāspēj identificēties ar attēloto uzvedības modeļa izmantotāju, citādi var rasties pretējs efekts, tāpēc ir būtiski katrā gadījumā izprast mērķa auditoriju.

- Vēl viens veids, kā veicināt konkrētu uzvedību, ir mudināt uzstādīt sasniedzamus, tuvus īstermiņa mērķus, kuri paredz rīcību tuvākajā laikā (nākamajā dienā) un palīdz spert pirmos vienkāršos soļus, kas noved pie tālākajiem, piemēram, no nākamās dienas sākt veidot nelielus uzkrājumus, ieguldīt pirmo nelielo naudas summu utt.

### 1.4.3. Ieteikumi finanšu pratības un privāto ieguldījumu veikšanas veicināšanai

Vispārēja finanšu pratības veicināšana ir pamatā tālākajiem soļiem privāto ieguldījumu veicināšanā, tāpēc finanšu sektora un citām institūcijām ir jāsadarbomas un jāiegulda resursi, lai to panāktu. 2021. gadā tiks uzsākta jaunās Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības stratēģijas 2021–2027 ieviešana, kurai ir jābūt par pamatu mērķtiecīgam darbam un institūciju sadarbībai.

Ir jāveicina iedzīvotāju zināšanas par ieguldījumiem. Šīm zināšanām jābūt ērti pieejamām platformās un vietās, kur cilvēki veic ieguldījumus, tādējādi samazinot šķēršļus un nepieciešamo papildu piepūli, informāciju meklējot. Ja tomēr tiek radīti jauni informācijas kanāli ārpus esošajām platformām, tad ir būtiski paredzēt pastāvīgus resursus to izplatīšanai iedzīvotāju vidū. Izpratni par ieguldījumiem var veicināt, demonstrējot piemēru, kā to darīt, un cilvēkus, kas ar to nodarbojas, lai tiktu ņemti vērā šajā pētījumā apskatītie uzvedības ekonomikas aspekti.

Iedzīvotājiem informācija par ieguldījumiem jāiegūst pie ekspertiem, konsultējoties ar tiem vai iepazīstoties ar informāciju, kas ir uzticama un objektīva. Tas ir būtiski, lai tiktu veikti pārdomāti ieguldījumi un iedzīvotāji izvairītos no krāpniekiem. Ir jāattīsta ekspertu tīkls, informācijai par ekspertiem ir jābūt pieejamai, un profesionāla padoma meklēšanai ir jāklūst par normu.

Svarīgi ir ne tikai tas, lai informācija būtu ērti pieejama, bet arī ieguldījumu veikšanas procesā nevajadzētu sastapties ar liekiem šķēršļiem. Visiem ieguldījumu pakalpojumu sniedzējiem ir jācaurskata savas platformas un jāpadara tās iedzīvotājiem draudzīgas, saprotamas un pieejamas.

<sup>21</sup> McKenzie-Mohr, D. & Schultz, Paul. 2014. Choosing Effective Behavior Change Tools. *Social Marketing Quarterly*. 20. 35-46. Doi: 10.1177/1524500413519257.

Ir jārada risinājumi, kuri motivē iedzīvotājus. Motivāciju var veicināt, piemēram, parādot un ērti ļaujot sekot līdzi uzkrājumiem pensiju fondā. Iespējams, nepieciešams izveidot “ieguldījumu smilšu kasti” jeb spēli, kurā iespējams pamēģināt ieguldījumu veikšanu: ieguldītājs izvēlas konkrētu summu, iegulda to uzņēmumā, iziet visu procesu, spēles laikā iepazīstas ar noteikumiem, kas jāievēro pašam, ar riskiem un to, ko nozīmē dažādu risku ieguldījumi. Spēle dotu ieskatu ieguldījumu pasaulē un paralēli izglītotu par būtiskākajiem jautājumiem, un pirmais mērķtiecīgais ieguldījums akcijās vairs neliktos tik biedējošs.

Ja viens no šķēršļiem ir zināšanu trūkums, tad būtiski apzināt un izprast arī citus šķēršļus, tāpēc jāturpina analizēt, kas kavē iedzīvotāju ieguldījumu veikšanu un kā to novērst.

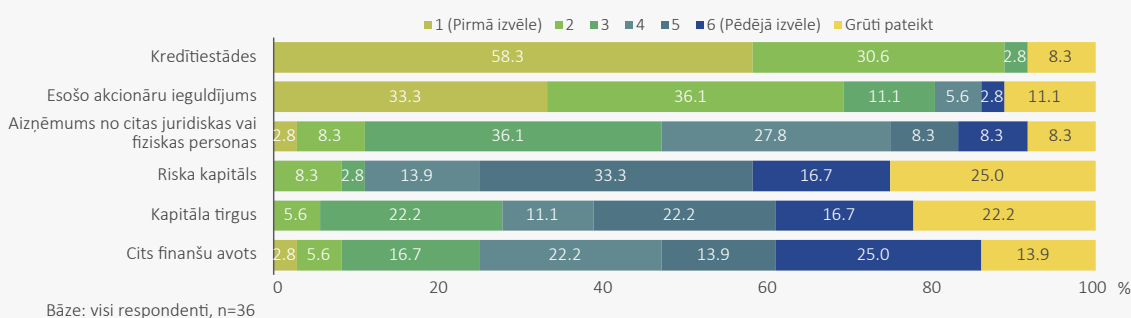


## **2. EMITENTS = INVESTĪCIJU OBJEKTS**

## 2.1. Kapitāla tirgus izmantošana finansējuma piesaistē Latvijā

Kapitāls ir viens no uzņēmumu pamata stūrakmeņiem, kas nepieciešams ikkatram uzņēmumam, lai sekmīgi sāktu un ambiciozi attīstītu savu uzņēmējdarbību, sedzot jaunu darbinieku, ražošanas infrastruktūras vai citu veidu izmaksas, kas nākotnē spētu dot uzņēmuma īpašniekiem pēc iespējas lielāku atdevi pret ieguldīto aktīvu. Kapitālu iespējams piesaistīt dažādos veidos, un pirms kapitāla piesaistes uzņēmums vispirms izvērtēs finansējuma piesaistes alternatīvas jeb to, kādi katrā gadījumā ir plusi un mīnusi, izvēloties sev visizdevīgāko.

Saskaņā ar FKTK dialoga ietvaros iegūto informāciju kredītiestāžu kredītešanas politika pēdējos gados ir kļuvusi piesardzīgāka un uzņēmumi sastopas ar lielākām grūtībām saņemt aizdevumu. Tomēr joprojām Latvijā uzņēmumu primārais finansējuma avots ir kredītiestāžu izsniegtie aizdevumi, ko apliecina arī SKDS veiktās emitentu aptaujas rezultāti, jo aizdevumus kā pirmo izvēli norāda gan esošie (70.8%), gan potenciālie kapitāla tirgus dalībnieki (58.3%). Kopumā TOP3 prioritārie finansējuma avoti atbilstoši potenciālo emitentu sniegtajām atbildēm ir aizņēmumi kredītiestādēs, esošo akcionāru ieguldījumi (33.3%) un aizņēmumi no citas juridiskas vai fiziskas personas (2.8%).



Attēls Nr. 2.1 "Prioritārā izvēle finansējuma piesaistei potenciālo emitentu vidū"

Neraugoties uz kredītiestāžu aizdevumu dominanci arī potenciālo kapitāla tirgus dalībnieku vidū, jauniem, ambicioziem, kā arī finansējuma diversifikācijā ieinteresētiem uzņēmumiem kapitāla piesaiste, izmantojot tirgus organizētāja sniegtos pakalpojumus, nereti var būt daudz sekmīgāks finansējuma avots.

Galvenie aspekti, kuru dēļ uzņēmuma vērtspapīru emisija sniedz konkurētspējas priekšrocības, ir šādi:

- kapitāla saņemšanai nav nepieciešams nodrošinājums (ķīla);
- uzņēmums potenciāli var iegūt plaša spektra ieguldītāju loku (gan vietējos, gan ārvalstu), kas akciju emisijas gadījumā pat dod iespēju demokrātiskā procesā lemt par stratēģiskās attīstības mērķiem no dažādu viedokļu perspektīvas;

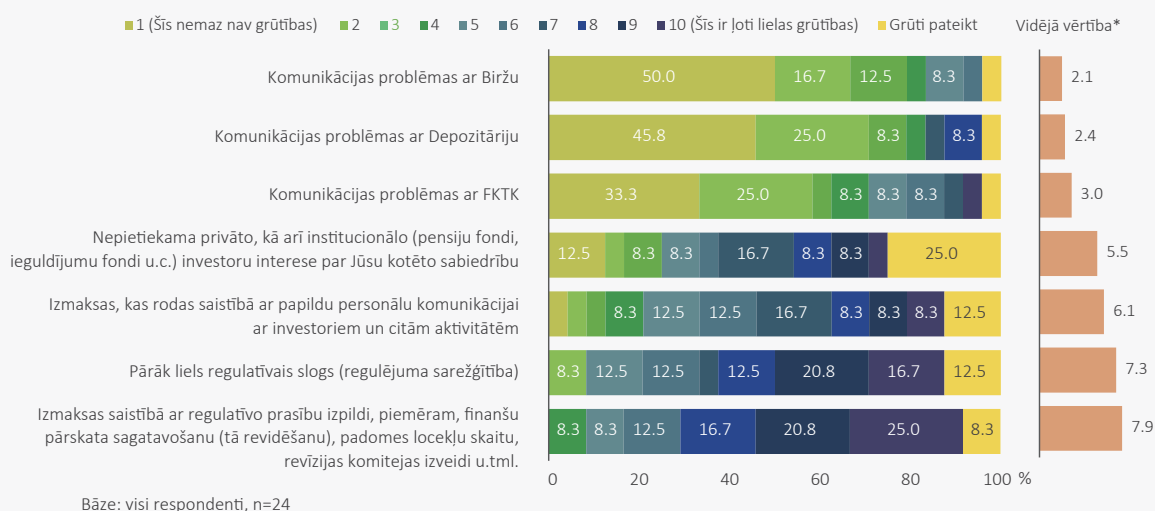
- ieguldījumu meklēšana kapitāla tirgū liek uzņēmumam sakārtot savu korporatīvo pārvaldību un citus iekšējos procesus, kas padara to pievilcīgu jebkuram indivīdam;
- veiksmīga uzņēmuma kotācija kapitāla tirgū ir uzņēmuma kvalitātes simbols, kas liecina par tā augsto reputācijas līmeni, vienlaikus nodrošinot uzņēmuma bezmaksas mārketinga instrumentu, ko nosaka regulatīvās prasības informācijas atklāšanas jomā;
- kredītiestāžu sektors ir šaurāks nekā kapitāla tirgus iespējas. Piemēram, krīzes gadījumos kapitāla tirgos ļoti sekmīgi iespējams piesaistīt finansējumu uzņēmuma tālākās darbības attīstībai. Pozitīvs piemērs ir ALTUM, kas COVID-19 apstākļos 2020. gada aprīlī sekmīgi emitēja obligācijas 20 milj. *euro* apmērā. Latvijas, Lietuvas un Igaunijas ieguldītāji par šo emisiju izrādīja būtisku interesi un parakstītais apmērs 3.8 reizes pārsniedza emitēto apmēru. Obligācijas iegādājās 15 ieguldītāji Baltijā: trīs kredītiestādes (7%) un 12 aktīvu pārvaldības fondi un apdrošināšanas sabiedrības (93%);
- tā ir iespēja piesaistīt kapitālu, tai skaitā lētāku kapitālu, augstāka riska uzņēmējdarbības projektos, kā arī projektos, kas nav prioritāras nozīmes (nozares) kreditēšanai;
- kredītiestāžu aizdevums nereti dod iespēju tām ietekmēt uzņēmēja biznesa pamatdarbību, kā, piemēram, dividenžu politiku, attīstības plānus u.tml.

Lai gan kapitāla tirgus var sniegt būtiskus ieguvumus un Latvijā ir attīstīta pasaules līmeņa infrastruktūra gan vērtspapīru tirdzniecībai, gan vērtspapīru uzskaiti un norēķiniem, Latvijas kopējā statistika līdzīgi kā vidēji Eiropas Savienībā ir ar lejupejošu tendenci, jo Eiropas Savienībā nav tik augsti attīstīta ieguldītāju un kapitāla tirgus kultūra, diversificējot finansējuma piesaistes iespējas, pretēji, piemēram, Amerikas Savienotajām Valstīm. Kapitāla tirgus stiprināšana šobrīd ir arī viena no Eiropas Savienības prioritātēm.

## 2.2. Būtiskākās barjeras emitentu dalībai kapitāla tirgos

FKTK ir apkopojusi arī emitentu būtiskākās problēmas dalībai kapitāla tirgos, kā arī analizējusi stratēģiskajā dialogā saņemto informāciju. Lai apkopotu vie-dokļus, aptaujas anketā bijušajiem, esošajiem un potenciālajiem tirgus dalībniekiem tika uzdots jautājums "Lūdzu, novērtējiet, cik lielas Jūsu uzņēmumam bija šādas grūtības, ar kurām Jūs varējāt saskarties regulētajā tirgū?". Galvenās grūtības bijušajiem emitentiem sagādāja kopējo izmaksu slogs saistībā ar regulatīvo prasību izpildi (7.3), kam ar līdzīgu vērtējumu seko pārāk liels regulatīvais slogs regulējama sarežģītības dēļ (7.2), kā arī izmaksas, kas rodas saistībā ar papildu personālu komunikācijai ar ieguldītājiem un citām aktivitātēm (6.8). Līdzvērtīgas prioritātes galveno grūtību jomā iezīmē arī esošie tirgus dalībnieki, kas norāda

uz izmaksu nozīmīgumu saistībā ar regulatīvo prasību izpildi (7.9), tomēr šis rādītājs pārliecinoši esošajiem emitentiem ir visbūtiskākais, ierindojot regulatīvā sloga sarežģītību otrajā vietā (7.3) un ieguldītāju attiecību jautājumus trešajā vietā (6.1). Ieguldītāju attiecību jautājumā jebkura veida uzņēmumam, bet īpaši Biržā kotētam, ir būtiski nodrošināt profesionālu un atbilstošu personālu, lai nodrošinātu operatīvu, rezultatīvu un kvalitatīvu komunikāciju gan ar esošajiem, gan potenciālajiem ieguldītājiem, jo emitents ar labu reputāciju arī no komunikācijas viedokļa būs daudz pievilcīgāks ieguldītājiem. Nozīmīgs ir fakts, ka bijušie emitenti par problēmjautājumu uzskata komunikāciju ar ieguldītājiem un akcionāriem (4.2), bet izvērsta informāciju par iemesliem, kāpēc komunikācija ir bijusi problemātiska, snieguši nav. Iespējams, situācija skaidrojama ar ieguldītāju neapmierinātību attiecībā uz publiskās sabiedrības korporatīvo pārvaldību, kas apgrūtinājusi komunikāciju.



Bāze: visi respondenti, n=24

\* Vidējā aritmētiskā vērtība skalā no 1 (šis nemaz nav grūtības) līdz 10 (šis ir ļoti lielas grūtības); atbilžu variants "grūti pateikt" netika ņemts vērā

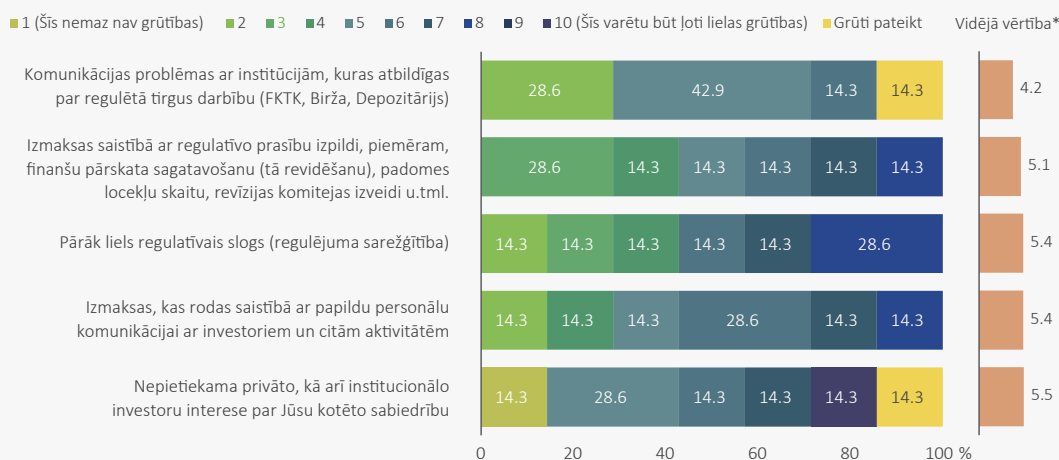
Attēls Nr. 2.2 "Esošo emitentu galvenās grūtības"

Kā var secināt no abu grupu emitentu atbildēm, lielāko administratīvo slogu pārliecinoši veido izmaksas saistībā ar regulatīvo prasību izpildi un pārāk liels regulatīvais slogs (regulējuma sarežģītība). Šeit jāmin fakts, ka tiesisko regulējumu, kurš ir saistošs Biržas emitentam, pamatā veido prasības, kuras izriet no Eiropas Savienības direktīvām un arī tiešā veidā piemērojamajām Eiropas Savienības regulām. Latvija kā vienu no papildu prasībām akciju emitentiem ir noteikusi pienākumu gatavot ceturkšņa finanšu informāciju, saglabājot iepriekš noteiktās finanšu pārskatu sagatavošanas regularitātes prasības, kas ir būtiskas emitenta akcionāriem. Tomēr, balstoties uz aptaujas rezultātiem, FKTK kopā ar galvenajiem sadarbības partneriem vēlreiz izvērtēs administratīvo un regulatīvo slogu emitentiem, pārskatot Finanšu instrumentu tirgus likuma (FITL) un citu emitentiem saistošo normatīvo aktu prasības.



Papildus jāmin, ka profesionālie tirgus dalībnieki savukārt ir norādījuši, ka vairākos jautājumos trūkst regulējuma, kas arī kavē un veicina bažas par kapitāla piesaisti vietējā kapitāla tirgū, jo citās Baltijas valstīs šīs jomas jau ir sakārtotas, kā, piemēram, segto obligāciju, vērtspapīrošanas un izslēdzošā ieskaita (*cose-out-neting*) joma.

Arī potenciālie emitenti tika aptaujāti saistībā ar iespējamajām grūtībām, ar kurām var būt jāsaskaras, kļūstot par Biržas emitentu. Lielākās problēmas potenciālo emitentu vidū saistāmas ar nepietiekamo investoru interesi par iespējami kotējamo sabiedrību (5.5). Šo faktoru arī veicinājis pamudinājumu (*inducements*) regulējums, kas ir ierobežojis Baltijas vērtspapīru tirgus pētījumu izplatīšanu Eiropas Savienības institucionālajiem ieguldītājiem, kas attiecīgi mazinājis to interesi par Baltijas vērtspapīru tirgu. Līdzīgi novērtētas izmaksu pozīcijas saistībā ar papildu personālu komunikācijas jautājumos (5.4), kā arī pārāk sarežģīto regulatīvo slogu (5.4). Tāpat gan no potenciālo kapitāla tirgus dalībnieku, gan FKTK stratēģiskā dialoga partneru vērtējuma konstatējams, ka izveidojusies izteikta nepieciešamība aktīvāk attīstīt vietējo investīciju pakalpojumus, piedāvājot finansējuma meklētājiem publisko līdzekļu piesaisti kapitāla tirgos. Pirmais solis aktīvākai kredītiestāžu rīcībai, pēc kapitāla tirgus dalībnieku viedokļa, būtu publiska informācijas sniegšana kredītiestāžu digitālajos kanālos (piemēram, mājaslapā izveidota atsevišķa sadaļa konkrētam mērķim). Problēmas aktualitāti īpaši izjūt MVU segments, kura apkalpošana, īpaši dalībai kapitāla tirgū, nerada ātras peļņas iespējas. Minēto pamato arī pēdējo gadu laikā veiktās akciju emisijas, kuras nav organizējušas vietējās kredītiestādes. Izveidojusies situācija lielā mērā šobrīd saistāma ar kredītiestāžu piedāvātā finansējuma zemajām procentu likmēm un kredītiestāžu piedāvāto kredītēšanu, vismaz Latvijā, kā prioritāro finansējuma avotu, jo kredītēšanas bizness kredītiestādēm sniedz lielāku ienākumu nekā investīciju pakalpojumu piedāvāšana.



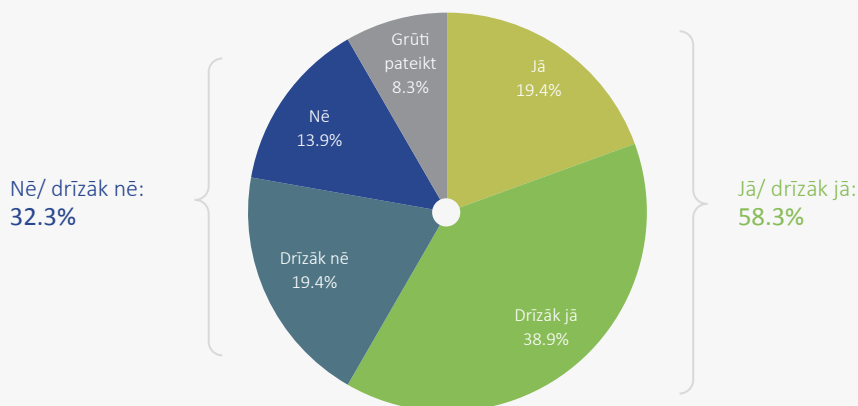
Bāze: respondenti, kuru uzņēmums pēdējo 5 gadu laikā ir apsvēris iespēju "doties" uz Biržu, n=7

\* Vidējā aritmētiskā vērtība skalā no 1 (šīs nemaz nebūtu grūtības) līdz 10 (šīs varētu būt ļoti lielas grūtības); atbilžu variants "grūti pateikt" netika ņemts vērā

Attēls Nr. 2.3 "Potenciālo emitentu galvenās grūtības"

Detalizētas analīzes ietvaros, t.sk. diskusijās ar FKTK dialoga partneriem, secināts, ka regulatīvo prasību būtība pamatā vērsta uz ieguldītāju interešu aizsardzību. Emitentiem ir jāreķinās, ka, ja tiek piesaistīts publiskais finansējums no ieguldītājiem, tad ieguldītāji arī sagaida atbilstošu informācijas atklāšanu, lai varētu pieņemt uz informāciju balstītus ieguldījumu lēmumus. Attiecībā uz MVU publiskā finansējuma piesaistes iespējām FITL jau paredz daudzpusējās tirdzniecības sistēmas jeb alternatīvo tirgu, kuram nav regulētā tirgus statusa un kura regulatīvās prasības ir salīdzinoši mazākas. Tā noteikti ir iespēja jaunajiem emitentiem, bet esošajiem regulētā tirgus emitentiem pāreja uz alternatīvo tirgu nav vienkārša, jo tam vispirms nepieciešams izteikt obligāto akciju atpirkšanas piedāvājumu.

Vēl viens būtisks faktors ir informācijas trūkums, kas rada uzņēmumu aizspriedumus par kapitāla tirgu un nevēlēšanos piesaistīt finansējumu, izmantojot šo veidu. Informācija par kapitāla piesaisti Biržā (t.sk. regulatīvajiem jautājumiem) ir pietiekama un saprotama kopumā 58% potenciālo emitentu ("jā" – 19%, "drīzāk jā" – 39%), turpretī tā nav pietiekama un saprotama kopumā 32% potenciālo emitentu ("nē" – 14%, "drīzāk nē" – 19%). Ņemot vērā saņemtās atbildes (atbildi "jā" un "drīzāk jā" sniegusi nedaudz vairāk kā puse respondentu, kopskaitā 58.3%), jāsecina, ka būtu jāuzlabo publiskajos resursos pieejamā informācija par iespējamiem ieguvumiem, ja uzņēmuma pārveidamī vērtspapīri ir iekļauti regulētajā tirgū.

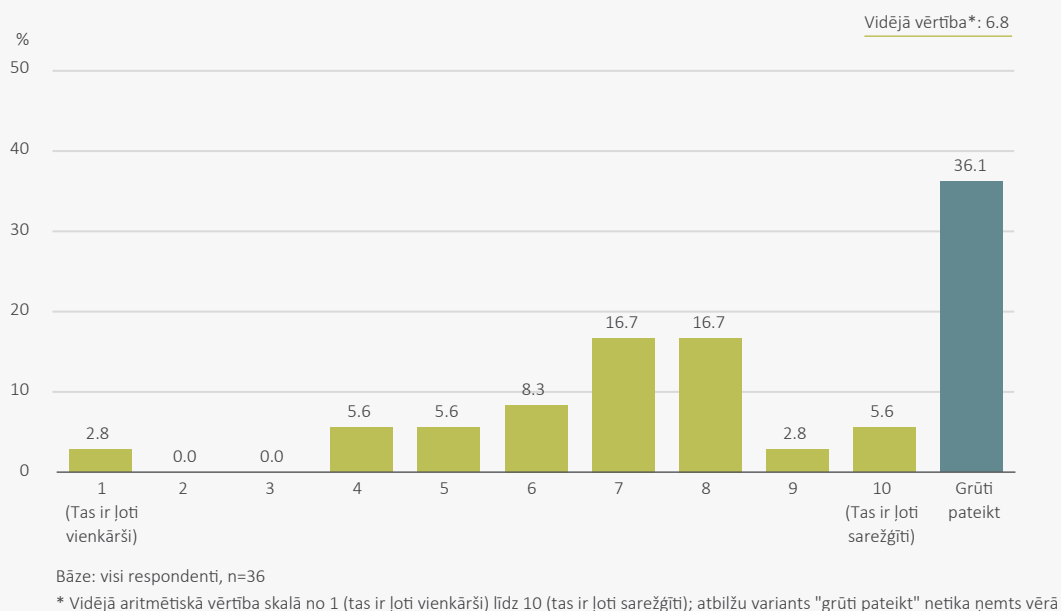


Bāze: visi respondenti, n=36

Attēls Nr. 2.4 "Potenciālo emitentu informācijas par kapitāla piesaisti Biržā pieejamība un saprotamība"

FKTK arī dialogā ar Latvijas kapitāla tirgus dalībniekiem konstatēja, ka būtu nepieciešams izveidot atsevišķu sadaļu FKTK tīmekļa vietnē, kur ar vienkopus sniegtu informāciju varētu iepazīties tādi uzņēmumi, kas tikai apsver savu vērtspapīru iekļaušanu regulētajā tirgū. Tieši potenciālie tirgus dalībnieki varētu augstu vērtēt arī FKTK veidotu attīstības un atbalsta modeli, sniedzot iespēju emitentiem sagatavoties dalībai kapitāla tirgū akciju un obligāciju emisijas gadījumā, kura ietvaros kopā ar citām iesaistītajām sadarbības institūcijām, t.sk. ieguldītājiem, emitentiem tiktu sniegts pilnīgs priekšstats par kapitāla tirgu un iespēju piesaistīt resursus tajā.

Potenciālajiem Biržas emitentiem arī tika uzdots jautājums, cik vienkārši vai sarežģīti ir piesaistīt finanšu resursus, izmantojot Biržas sniegtos pakalpojumus. Konkrētajā gadījumā vairums atbilžu liecina par procesa sarežģītību (6.8), tomēr liela procentuālā daļa (36.1%) respondentu nav snieguši konkrētu viedokli šajā jautājumā, norādot, ka to grūti novērtēt. Tas zināmā mērā skaidrojams arī ar informācijas trūkumu, kas aplūkots iepriekš, tomēr nevar noliegt, ka process ir komplicētāks, ja to salīdzina ar vērtēšanu pēc finansējuma kredītiestādēs. Savukārt respondentu kopa, kas atbildējusi, ka tas nav sarežģīti vai ir grūti pateikt, varētu norādīt uz faktu, ka tirgū tomēr ir potenciāls, lai uzņēmumi līdzekļus savai attīstībai piesaistītu ar vērtspapīru tirgus starpniecību, ko, iespējams, apliecina arī salīdzinoši lielais obligāciju emitentu skaits, turklāt atsevišķiem emitentiem notikusi ne tikai viena, bet divas vai pat vairākas emisijas.



Attēls Nr. 2.5 "Potenciālo emitentu viedoklis par kapitāla piesaistes procesa sarežģītību, izmantojot Biržu"

Dialoga ietvaros arī konstatēts, ka daudz aizspriedumu par dalību kapitāla tirgū joprojām rada situācijas vēsturiskais aspekts jeb necaurskatāmā uzņēmumu privatizācija, kas notika deviņdesmito gadu vidū, un fakts, ka šobrīd regulētā un alternatīvā tirgus dalībnieku ir salīdzinoši maz, kā arī tie pamatā nepiesaista jaunu kapitālu, izmantojot tirgus piedāvātās iespējas, un bieži vien izvēlas vai nu izslēgt savas akcijas no tirgus, vai neemitēt jaunas obligācijas, liekot potenciālajiem tirgus dalībniekiem domāt par iespējamām problēmām, atrodoties kapitāla tirgū. Konstatēts, ka negatīvo fonu iespējams mainīt ar publiskiem un veiksmīgiem darījumiem kapitāla tirgū, un kā vienu no pozitīvākajiem Latvijas kapitāla tirgus piemēriem var minēt AS "Madara Cosmetics" sākotnējo akciju publisko piedāvājumu alternatīvajā tirgū, kur veiksmīga piedāvājuma rezultātā tika piesaistītas investīcijas 3 milj. *euro* apmērā, bet pieprasītais akciju apmērs veidoja 1 228 037 akcijas, kas ir 255% no kopējā piedāvāto akciju skaita. Tas ne

vien radīja pozitīvu vilkmi kapitāla tirgū tieši mazo uzņēmumu segmentā, bet arī pierādīja, ka kapitāla tirgos iespējams piesaistīt arī lielāku naudas apmēru, nekā sākotnēji plānots. Vēl vairāk, no uzņēmuma stratēģiskās perspektīvas raugoties, sākotnēji publiskā piedāvājuma ietvaros ar 6% no kopējā AS “Madara Cosmetics” akciju skaita AS “Madara Cosmetics” ir pievienojies stratēģiskais ieguldītājs “Oy Transmeri Group AB”, kas ir AS “Madara Cosmetics” produktu izplatītājs Somijā. “Oy Transmeri Group AB” kļūšanu par akcionāru AS “Madara Cosmetics” vērtē kā pozitīvu pavērsienu turpmākai ciešākai sadarbībai un izaugsmes veicināšanai Somijas tirgū.<sup>22</sup>

### 2.3. Izmaksu slogs un iespējamie risinājumi

Viens no svarīgākajiem komponentiem finansējuma piesaistē ir izmaksas finansējuma piesaistes procesā. Kredītiestāžu kredīta gadījumā tā ir komisijas maksa par kredīta izsniegšanu, nodrošinājuma novērtēšana, notāra pakalpojumi u.c. saistītās izmaksas, bet vērtspapīru publiskā piedāvājuma gadījumā tās ir investīciju pakalpojumu sniedzēju izmaksas, var būt nepieciešamība piesaistīt konsultantus prospekta sagatavošanai, tāpat ir jāveido attiecības ar ieguldītājiem (mārketinga izmaksas), kā arī jāreķinās ar maksu Depozitārijam par vērtspapīru iegrāmatošanu un Biržai par vērtspapīru kotēšanu. Tādējādi, ja nepieciešamā finansējuma apmērs ir neliels, tad kredītiestāžu kredīta piešķiršanas izmaksas būs zemākas.

Pēdējie divi emitenti, kas ienākuši Latvijas akciju tirgū, reizē piesaistot arī papildu kapitālu, norādījuši, ka ar šo procesu saistītās izmaksas veidoja 224 līdz 300 tūkst. *euro*, kas ir 9–12% no piesaistītā kapitāla apmēra. Būtiskākās izmaksas veido investīciju kredītiestāžu pakalpojumi un juridiskās izmaksas.

Aptaujas ietvaros potenciālajiem emitentiem attiecībā uz izmaksām tika uzdots jautājums par to, kādas izmaksas varētu būt un kādas potenciālie emitenti uzskatītu par adekvātām saistībā ar dalību Biržā. Abi minētie jautājumi tika uzdoti gan par sākotnējām izmaksām (pirmajā gadā, procenti no emisijas apmēra), gan par ikgadējām izmaksām (*euro*). Ņemot vērā, ka jautājums par izmaksām ir diezgan konkrēts un ar to potenciālie emitenti, visticamāk, vēl nav saskārušies praksē, lielākā daļa respondentu visbiežāk ir izvēlējušies atbildes variantu “grūti pateikt”. Taču no atbildēm, kurās sniegts konkrēts viedoklis, secināms, ka attiecībā uz sākotnējām izmaksām, kas saistītas ar vērtspapīru iekļaušanu Biržā, respondenti norādījuši, ka, pēc to viedokļa, izmaksas svārstās no 0.3% līdz 5.9% (vidējā vērtība ir 3.2%) no emisijas apmēra, savukārt par adekvātām sākotnējām izmaksām respondenti uzskata izmaksas no 0% līdz 3% (vidējā vērtība 1.2%) no emisijas apmēra. Līdz ar to var secināt, ka izmaksu sākotnējai vērtspapīru iekļaušanai Biržā augstākā robeža ir gandrīz divas reizes augstāka nekā zemākā robeža, ko respondenti uzskatījuši par adekvātām izmaksām sākotnējai vērtspapīru iekļaušanai Biržā.

Uzņēmumam ir jāreķinās ne tikai ar izmaksām, kas nepieciešamas, lai iekļūtu Biržā, bet arī ar papildu izmaksām saistībā ar tā vērtspapīru turpmāko kotēša-

<sup>22</sup> Madaras sākotnējais publiskais piedāvājums. Pieejams: <https://www.madaracosmetics.com/lv/sakotneja-publika-piedavajuma-ipo-rezultati> (skatīts 21.10.2020.).

nu Biržā – gan maksu Biržai, gan biežāku finanšu pārskatu un citas informācijas sagatavošanu un publicēšanu, var būt dārgāka pārskata revīzija u.c. papildu izmaksas, kas saistītas ar dažādu likuma prasību izpildi, kam nepieciešama papildu darbinieku piesaiste. Piemēram, esošajiem emitentiem anketēšanas procesā tika uzdots jautājums par to, kādas ir uzņēmumu ikgadējās papildu izmaksas, kas rodas no vērtspapīru kotēšanas Biržā, (par papildu izmaksām uzskatot tādas, kuras nerastos, ja vērtspapīri nebūtu iekļauti Biržā). Izmaksas tika iedalītas trīs blokos – personāla izmaksas, revidenta izmaksas (tikai tās, kas rodas papildus) un padomes un revīzijas komitejas izmaksas. No iegūtajiem rezultātiem secināms, ka vidēji vislielākās papildu izmaksas esošajiem emitentiem rodas no personāla izmaksām (18 118 *euro*), otrajā vietā pēc vidējā lieluma ir izmaksas, kas saistītas ar padomes un revīzijas komitejas izmaksām, (17 719 *euro*) un trešajā vietā – izmaksas, kas saistītas ar finanšu pārskatu revīziju, (11 133 *euro*). Kopumā gan no bijušo, gan esošo, gan potenciālo emitentu aptaujas izriet, ka situācijas ir dažādas. Ir emitenti, kas norāda, ka, neskaitot maksu Biržai, citas papildu izmaksas emitentiem nerodas (tas gan objektīvi nav iespējams), un ir emitenti, kas norādījuši, ka papildu izmaksas veido no aptuveni 3 līdz pat 400 tūkst. *euro* gadā. Taču rezultātu amplitūdu no aptaujas statistiskajiem datiem nevar viennozīmīgi nosaukt par reprezentatīvu tieši uz minēto jautājumu saņemto atbilžu skaita dēļ.

Biržā esošie uzņēmumi ir vienprātis, ka salīdzinājumā ar Biržā neesošu uzņēmumu nepieciešami lielāki darbinieku resursi visu publiska uzņēmuma prasību un noteikumu izpildei, kas pamatā sastāv no:

- paaugstināta finanšu atskaišu sagatavošanas sloga;
- atbilstošas korporatīvās pārvaldības nodrošināšanas;
- papildu ikgadējā audita procedūras;
- papildu juridiskajām izmaksām dažādu publiskiem uzņēmumiem noteikto prasību kvalitatīvai izpildei;
- izpratnes, interpretācijas un atbilstības vietējo un Eiropas Savienības līmeņa regulatoru prasībām nodrošināšanas;
- kvalitatīvas ieguldītāju attiecību vadīšanas un nodrošināšanas.

Būtiski norādīt, ka daļu no sākotnējām izmaksām kapitāla tirgū šobrīd iespējams segt, piesaistot līdzfinansējumu. Šobrīd ir pieejams Eiropas Savienības fondu atbalsts uzņēmējiem finansējuma piesaistei kapitāla tirgos, kas paredzēts programmas 3.1.1.3. pasākuma “Atbalsts mazo, vidējo komersantu finansējuma piesaistei kapitāla tirgos” ietvaros. Tas nosaka, ka MVU sekmīgai akciju vai parāda vērtspapīru emisijai Biržā saņems līdzfinansējumu līdz 50% apmērā no kopējām sagatavošanās izmaksām. Atbalsts komersantiem tiks sniegts granta veidā, nepārsniedzot 100 tūkst. *euro* akciju emisijas gadījumā un 20 tūkst. *euro* parāda vērtspapīru emisijas gadījumā. Programmas ietvaros atbalsta saņēmējiem būs jānodrošina sekmīga akciju vai parāda vērtspapīru iekļaušana Biržas Baltijas regulētajā tirgū vai Baltijas alternatīvajā tirgū *First North* (*First North* Baltijas akciju saraksts) ne vēlāk kā divu gadu laikā no līgu-

ma ar Centrālo finanšu līgumu aģentūru par projekta īstenošanu noslēgšanas. Par sekmīgu akciju emisiju uzskata akciju emisiju vismaz 500 tūkst. *euro* apmērā, kas iekļauta jebkura Biržas regulētā tirgus akciju sarakstā.<sup>23</sup>

Minētā programma saskaņā ar FKTK aptaujāto partneru viedokļiem būtu jāturpina, lai daļēji segtu izdevumus, kas saistīti ar nepieciešamo pasākumu veikšanu uzņēmuma vērtspapīru iekļaušanai tirdzniecībai Biržā. Daži no dialogā uzrunātajiem gan norādīja, ka atbalsta programmām vairāk būtu jābūt vērstām uz vidi, ilgtspēju un korporatīvo pārvaldību, kas būtu jāņem vērā un metodoloģiskā veidā jāintegrē programmas nosacījumos.

Kā viens no risinājumiem, īpaši esošo tirgus dalībnieku ieskatā, tika minēta iespēja ieviest zināmu "labvēlības periodu", kas paredzētu samazinātas kotācijas un vērtspapīru uzglabāšanas izmaksas tieši jaunajiem emitentiem vai esošo emitentu jaunajām akciju vai obligāciju emisijām.

## 2.4. Likviditātes būtiskums kapitāla tirgus dalībniekiem

Tirgus dalībnieki gan FKTK stratēģiskā dialoga ietvaros, gan aptaujas kontekstā arī norādījuši uz citiem būtiskiem aspektiem, kas ietekmē uzņēmumu izvēli iekļauties vai neiekļauties kapitāla tirgū. Pirmais aspekts saistāms ar tirgus zemo likviditāti. Latvijas akciju tirgus ir uzskatāms par ļoti nelikvidu. 2020. gada pirmajos sešos mēnešos vidējais mēneša apgrozījums Biržas akciju tirgū bija 1.21 milj. *euro*, kas ir vidēji 60 tūkst. *euro* vienā tirdzniecības dienā. Salīdzinājumam Igaunijas *Nasdaq Tallinn* akciju tirgū šie rādītāji ir vidēji 27.4 milj. *euro* mēnesī un vidēji 1.37 milj. *euro* vienā tirdzniecības dienā. Igaunijas akciju tirgū tāpat kā Latvijas tirgū 2020. gada jūnija beigās bija kotēti 18 akciju emitenti, tirgus kapitalizācija jūnija beigās Igaunijas akciju tirgū (2 593.78 milj. *euro*) bija trīs reizes lielāka nekā Latvijas akciju tirgū (855.41 milj. *euro*), bet vidējais akciju tirgus apgrozījums 2020. gada pirmajos sešos mēnešos bija 23 reizes lielāks. Likviditātes jautājums emitentiem ir būtisks galvenokārt saistībā ar akciju cenas jeb uzņēmuma vērtības noteikšanu un bažām par potenciālo ieguldītāju neesamību jau pirms iesaistīšanās kapitāla tirgū.

Lai nodrošinātu tirgus likviditāti, ir svarīgi vairāki nosacījumi:

- jābūt emitentiem;
- jābūt pietiekamam akciju skaitam brīvā publiskā apgrozībā;
- jābūt ieguldītāju interesei ieguldīt (pirkt un pārdot);
- vēlams tirdzniecības atbalsts (tirgus uzturētāji);
- jābūt pareizai un sakārtotai tirdzniecībai un atbilstošai uzraudzībai.

FKTK stratēģiskajā dialogā konstatēts, ka būtiskākais aspekts emitentiem ir ieguldītāju interese pirkt un pārdot vērtspapīrus. Šobrīd Latvijas akciju tirgus

<sup>23</sup> ES fondu atbalsts. Pieejams: <https://www.esfondi.lv/jaunumi/cfla:--liela-interese-par-es-fondu-atbalstu-uznemu-mu-akciju-emisijai> (skatīts 10.10.2020.).

specifika ir tāda, ka trūkst emitentu ar sadrumstalotu akcionāru struktūru un ir mazs akciju skaits brīvā publiskā apgrozībā. Turklāt daļa no mazajiem akcionāriem, kuru akcijas būtu pieskaitāmas brīvā publiskā apgrozībā esošām, faktiski ar tām nemaz netirgojas, t.sk. daudzi no mazākuma akcionāriem akcijas ieguvuši privatizācijas rezultātā pirms vairāk nekā 20 gadiem un lielai daļai akcijas joprojām atrodas Sākotnējā reģistrā. Tas viss neapšaubāmi ietekmē emitenta redzējumu par vietējā kapitāla tirgus likviditāti.

Viens no iespējamajiem risinājumiem būtu ieguldījumu pakalpojumu sniedzēju mūsdienīgu un zemu izmaksu rīku izveide un piedāvāšana ieguldītājiem, kas varētu veicināt ieguldītāju darījumu veikšanu Latvijas kapitāla tirgū un ar vietējo emitentu vērtspapīriem. Tāpat viens no veidiem, kā veicināt likviditāti un atbalstīt emitentu akciju cenas līmeni, ir likviditātes nodrošinātāji jeb tirgus uzturētāji (*market maker*) un to iesaiste, proti, ka viens vai vairāki tirgus dalībnieki apņemas nodrošināt noteiktu pieprasījumu un piedāvājumu tuvu tirgus cenai. Latvijas akciju tirgus gadījumā šobrīd tirgus uzturētāji ir tikai trīs akciju sabiedrībām. Vēsturiski ir bijuši posmi, kad tirgū darbojas vairāki tirgus uzturētāji, bet laika gaitā vairāki tirgus dalībnieki ir pārtraukuši savu tirgus uzturētāja darbību, un viens no argumentiem bijis, ka tas rada zaudējumus tirgus dalībnieka darbībā. Jāsecina, ka tirgus uzturētāji var būt likviditātes nodrošināšanas atbalsts, bet primāri tirgus likviditātei ir jāveidojas no visu ieguldītāju darbības.

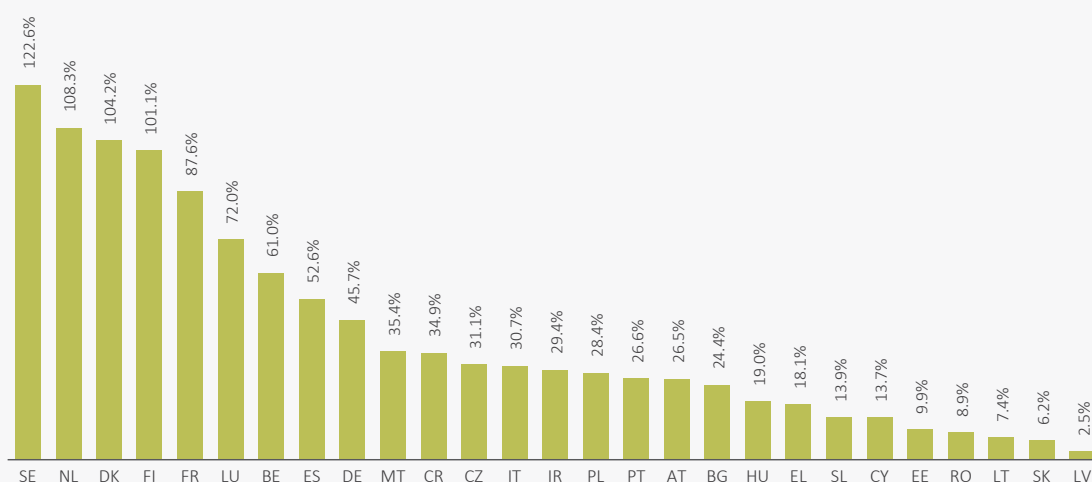
## 2.5. Valsts kapitālsabiedrību iespēja izmantot kapitāla tirgu kā finansējuma avotu valsts stratēģisko mērķu sasniegšanai

Valsts kapitālsabiedrību dalība kapitāla tirgū ir publiskajā telpā plaši apspriests temats. Tajā dominē divi diametrāli pretēji viedokļi – viens ir par labu iespējai piesaistīt kapitālu brīvajā tirgū, diversificējot savus finanšu avotus, savukārt otrs ir negatīva rakstura, pamatojot to ar iespējamu kontroles zaudēšanu, emitējot kapitāla vērtspapīrus.

Primāri jānorāda, ka jebkuras valsts kapitālsabiedrības kotācija kapitāla tirgū nevar tikt uzskatīta par sava veida pašmērķi, tam jābūt līdzeklim, kas darbojas konkrētu uzņēmumu un valsts interesēs. Uzņēmumu vadībai ir jāizdara konkrētajai situācijai atbilstošākā izvēle starp dažādiem sabiedrības finansējuma veidiem, ņemot vērā arī iespējas piesaistīt kapitālu kapitāla tirgos. Minēto tēzi arī pauduši vairākums FKTK stratēģiskā dialoga partneru, kas vienlaikus norāda arī uz nepieciešamību izvirzīt valsts kapitālsabiedrībām ambiciozus mērķus, kuru realizācijai nepieciešami nozīmīgi finanšu resursi.

Finanšu resursi, protams, nav vienīgais iemesls, kura dēļ nepieciešama aktīvāka valsts kapitālsabiedrību dalība kapitāla tirgos. Uzņēmumi Biržā arī ir daudz publiskāki un nodrošina ne vien papildu informāciju ikvienam, bet arī regulāri publicē finanšu pārskatus un kopumā sakārto uzņēmuma pārvaldību, netērējot tam papildu valsts resursus. Tāpat līdz ar šo darbību kopumu tiktu atspoguļota uzņēmumu patiesā vērtība, kas būtu nosakāma atbilstoši tirgus principiem.

Neskaitot tiešos ieguvumus, valsts kapitālsabiedrībai un tās atklātības veicināšanai būtisks ieguvums valsts mērogā būtu kapitāla tirgus attīstības līmeņa celšana Latvijas Republikā. Šo attīstības līmeni bieži nosaka, izmantojot akciju tirgus kapitalizācijas procentus no iekšzemes kopprodukta (IKP). Šis bieži ir arī būtisks faktors ārvalstu investīciju ienākšanai Latvijas Republikā, īpaši pasīvo investīciju veicināšanai un iekļaušanai starptautiskajos indeksos, piemēram, *MSCI*. Latvija šobrīd arī ir pēdējā vietā no Eiropas Savienības dalībvalstīm šajā rādītājā, kas liecina par vāji attīstītu vietējo kapitāla tirgu un finansējuma diversifikāciju.



Attēls Nr. 2.6 "Akciju tirgus kapitalizācija Eiropas Savienības valstīs 2018. gada beigās"<sup>24</sup>

Latvijas akciju tirgus kapitalizācija, kas veido 2.5% no IKP, vairāk nekā divas reizes atpaliek no nākamās sekotājas Slovākijas. Arī Lietuva un Igaunija krietni apsteidz Latviju.

Minēto kopējo fonu iespējams mainīt ar spēcīgiem un pozitīviem valsts kapitālsabiedrību piemēriem vietējā tirgū. Latvijai ir veiksmīgi piemēri parāda vērtspapīru emisiju jomā, kā, piemēram AS "Latvenergo", kas piesaistījusi finansējumu, emitējot parāda vērtspapīrus 100 milj. *euro* apmērā uz septiņu gadu termiņu ar kupona likmi 1.9%.<sup>25</sup> Piesaistītais finansējums nodrošina uzņēmuma stratēģisko mērķu sasniegšanu zaļās ekonomikas veicināšanā, vienlaikus nodrošinot diversificētu starptautisko investīciju ieplūdi Latvijas ekonomikā un aktivizējot obligāciju tirgus segmentu gan no emitentu, gan ieguldītāju perspektīvas un tādējādi attīstot kapitāla tirgu. Jāmin, ka obligāciju emisiju gadījumā valsts kapitālsabiedrības pārdod savu parādu par sevis no-

<sup>24</sup> Finanšu sektora attīstības plāna projekts 2021.–2023. gadam. Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/lv/mk/tap/?pid=40493882> skatīts (10.11.2020.).

<sup>25</sup> Latvenergo zaļās obligācijas. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/instrument/LV0000801777/securedity?date=2020-10-14> (skatīts 10.11.2020.).



teiktu procentu likmi, kas dod iespēju piesaistīt finansējumu ar izdevīgākiem nosacījumiem, nekā to nereti spēj piedāvāt kredītiestādes. Protams, būtisks faktors, kas to regulē, ir piedāvātās emisijas apmērs un uzņēmuma finansiālā stabilitāte.

Tomēr parāda vērtspapīru emisijas nav tik visaptveroši iesaistošas un nozīmīgas visiem tirgus segmentiem kā akciju emisijas, kas valsts kapitālsabiedrību gadījumā vienmēr ir bijis viens no strīdīgākajiem jautājumiem politikas veidošanu aprindās. Te gan jānorāda, ka būtiski ir saprast, ka šāds piedāvājums nenozīmē kontroles zaudēšanu valstij nozīmīgu aktīvu darbībā, bet dod iespēju daļai (mazākumam) no uzņēmuma akcijām nonākt regulētajā tirgū. Interesanti, ka sabiedrības viedoklis, kā arī FKTK stratēģiskajā dialogā uzrunāto kapitāla tirgus dalībnieku, t.sk. publisku iestāžu, viedoklis bija atbalstošs ar nosacījumu par kapitāla nepieciešamību.

Igaunijā līdzīgi kā Lietuvā ideja par valsts kapitālsabiedrību daļēju iekļaušanu regulētajā tirgū tiek vērtēta ar pozitīvu zīmi. Piemēram, Tallinas osta ar sākotnējo publisko piedāvājumu (2018. gadā), kura ietvaros tika piesaistītas investīcijas 147.4 milj. *euro* apmērā (pieprasījums pārsniedza piedāvājumu vairāk nekā trīs reizes), iekļaujot 33% no Tallinas ostas akcijām, bija pirmā valsts kapitālsabiedrība Igaunijā vairāk nekā 20 gadu laikā, kas kotēta kapitāla tirgū. Kā norādījuši FKTK stratēģiskajā dialogā uzrunātie un parāda arī masu medijos pieejamie ekspertu viedokļi – iekļaujot Tallinas ostas daļas kapitāla tirgū, ir sniegta iespēja vietējiem un ārvalstu investoriem ieguldīt Igaunijas uzņēmumā, tajā veidojas jauna akcionāru struktūra, kas padara uzņēmumu stiprāku, kā arī uzņēmums garantē, ka jebkāda veida materiāla rakstura informācija (iekšējā informācija) tiks atklāta visiem ieguldītājiem nekavējoties un tie visi būs vienlīdz būtiski.

Arī Lietuva 2020. gada nogalē ir iekļāvusi vienu no savām valstij piederošajām kapitālsabiedrībām (*Ignitis Group*) akciju tirgū, piesaistot uzņēmumam 450 milj. *euro*.<sup>26</sup> Uzņēmums ir tiešs AS “Latvenergo” konkurents un līdzīgi kā AS “Latvenergo” kapitāla tirgū emitē parāda vērtspapīrus. Uzņēmuma publiskajā piedāvājumā kopumā piedalījās 6 827 privātie ieguldītāji – 4 691 no Lietuvas, 1 836 no Igaunijas un 300 no Latvijas. Tas skaidri liecina arī par šo uzņēmumu pozitīvo ietekmi uz vietējo ieguldītāju intereses veicināšanu un ieguldījumiem vietējā kapitāla tirgū.

Finanšu sektora attīstības plāna esošās redakcijas aktuālajā versijā laika posmam no 2021. līdz 2023. gadam Latvijai ir definēts uzdevums izstrādāt un izskaidrot sabiedrībai stratēģiju un plānu privātā pašu kapitāla daļas palielināšanai valstij piederošajos aktīvos, kā arī papildu finansējuma piesaistei kapitāla tirgū, izmantojot obligāciju emisijas.<sup>27</sup> Dokumenta rezultativitātes rādītājs paredz izstrādāt stratēģiju un iesniegt to izskatīšanai Ministru kabinetā. Analizē-

<sup>26</sup> Nasdaq sveic Ignitis Group Baltijas oficiālajā sarakstā. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/news/nasdaq-welcomes-ignitis-group-to-the-nasdaq-baltic-main-list/> (skatīts 15.11.2020.).

<sup>27</sup> Finanšu sektora attīstības plāna projekts 2021.–2023. gadam. Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/lv/mk/tap/?pid=40493882> (skatīts 10.11.2020.).

jot iepriekšējo gadu uzstādījumus finanšu sektora attīstības plānos, gan FKTK, gan aptaujātie stratēģiskā dialoga partneri norādīja uz nepieciešamību rīkoties vēl praktiskāk ceļā uz valsts uzņēmumu daļēju akciju emisiju kapitāla tirgos.

Stratēģiskajā dialogā secināts, ka arī Latvijas pašvaldību kapitālsabiedrības pietiekami aktīvi neizmanto kapitāla tirgus dotās iespējas. Savukārt no uzrunātajiem institucionālajiem un privātajiem ieguldītājiem sarunās izskanēja ļoti augsta gatavības pakāpe ieguldīt gan pārvaldītos VFPS līdzekļus, gan privātos uzkrājumus labi pārvaldītos, lielos un stabilos uzņēmumos, vienlaikus izsakot vēlmi tādējādi veicināt arī Latvijas ekonomikas attīstību.

The background features a light gray geometric shape, possibly a stylized letter 'A', centered on a white background. To the left, there are two blue line graphs. The top graph shows a line with two data points connected by a line, with some faint numbers like '12.00' and '10.00' visible. The bottom graph shows a line with three data points, with numbers like '18.00', '10.00', and '12.00' visible. On the right side, there is a solid dark blue trapezoidal shape.

### **3. EMITENTA UN IEGULDĪTĀJA ATTIECĪBU MIJIEDARBĪBA**

### 3.1. Korporatīvā pārvaldība un tās loma kapitāla tirgus attīstībā

Korporatīvās pārvaldības nozīme sabiedrību attīstībā ir plaši pētīts temats, kas ļauj apgalvojuma veidā norādīt, ka labi pārvaldītām sabiedrībām ir lielāka iespēja kļūt konkurētspējīgām ilgtermiņā. Attīstīta korporatīvā pārvaldība nodrošina gan lētākus finanšu resursus ārpus regulētā tirgus, gan iespēju sek-mīgāk tos piesaistīt regulētajā tirgū.

Latvijas kapitāla tirgus problēmas lielā mērā saistāmas ar korporatīvo pārvaldību. Latvijai iestājoties Ekonomiskās sadarbības un attīstības organizācijā (OECD), tika vērtēta Latvijas tiesiskā regulējuma un prakses atbilstība OECD Korporatīvās pārvaldības principiem<sup>28</sup>, konstatējot, ka atsevišķu emitentu korporatīvās pārvaldības skandāli ir negatīvi ietekmējuši Latvijas kapitāla tirgus reputāciju un var atturēt ieguldītājus no ieguldījumu veikšanas Latvijas kapitāla tirgū. Kā viens no galvenajiem iemesliem šādu korporatīvo strīdu un problēmu esamībai tika minēta neefektīva privātās uzraudzības īstenošana, kas saistīta ar sarežģītu zaudējumu atlīdzināšanas kārtību akcionāru tiesību aizskāruma gadījumā. Lai arī kopš šiem OECD vērtējumā iekļautajiem korporatīvajiem skandāliem ir pagājuši gandrīz 10 gadi un minēto emitentu akcijas ir izslēgtas no regulētā tirgus, tomēr problēmas ar korporatīvo pārvaldību ir saglabājušās.

Arī FKTK īstenotā dialoga ietvaros lielākā daļa tirgus dalībnieku norādīja uz problēmām, kas saistītas ar zemo korporatīvās pārvaldības kultūru kā vienu no būtiskākajiem trūkumiem Latvijas kapitāla tirgus attīstībā. Problēmas ar korporatīvo pārvaldību negatīvi ietekmē gan ieguldītāju lēmumus par ieguldījumiem Latvijas kapitāla tirgū, gan arī attur potenciālos emitentus no finanšu līdzekļu piesaistes ar publiskā piedāvājuma un regulētā tirgus starpniecību. Turklāt problēmas ar korporatīvo pārvaldību ārpus regulētā tirgus esošajām sabiedrībām ir arī traucēklis to iekļaušanai regulētajā tirgū Latvijā.

Šajā nodaļā uzmanība tiks veltīta tām ar korporatīvo pārvaldību saistītajām problēmām un priekšlikumiem to risināšanai, uz kurām norādījuši tirgus dalībnieki FKTK īstenotā dialoga ietvaros. Tā kā pamatā problēmas un to risinājumi bija saistīti ar korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzību, līdzīgi kā OECD pētījumā par korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzību un izpildi<sup>29</sup> problēmas tiks iedalītas divās grupās, nodalot publisko korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzību un privāto uzraudzību.

#### 3.1.1. Korporatīvās pārvaldības noteikumi

Lai noteiktu šīs nodaļas tvērumu, ir lietderīgi noskaidrot jēdziena “korporatīvā pārvaldība” saturu. FITL 1. panta pirmās daļas 63. punktā ir sniegts vispārīgs jēdziena “korporatīvā pārvaldība” skaidrojums, raksturojot to kā pasākumu ko-

<sup>28</sup> G20/OECD Korporatīvās pārvaldības principi. Pieejams: [https://www.tm.gov.lv/sites/tm/files/2020-01/Documents/oecd\\_g20\\_principles\\_lv1.pdf](https://www.tm.gov.lv/sites/tm/files/2020-01/Documents/oecd_g20_principles_lv1.pdf) (skatīts 07.10.2020.).

<sup>29</sup> Supervision and Enforcement in Corporate Governance, OECD, 2013. Pieejams: <https://www.oecd.org/daf/ca/SupervisionandEnforcementinCorporateGovernance2013.pdf> (skatīts 07.10.2020.).

pumu komercsabiedrības darbības mērķu sasniegšanai un darbības kontrolei, kā arī ar komercsabiedrības darbību saistīto risku novēršanai un pārvaldīšanai. Precīzāks jēdziena “korporatīvā pārvaldība” būtības skaidrojums rodams Eiropas Komisijas rīcības plānā<sup>30</sup>, saskaņā ar kuru korporatīvā pārvaldība raksturo sabiedrības pārvaldīšanas un kontrolēšanas veidu un nosaka attiecības starp sabiedrības vadību, padomi, akcionāriem un citām ieinteresētajām personām (*stakeholders*). Tādējādi par korporatīvās pārvaldības noteikumiem var uzskatīt visas tiesiskās attiecības, kas rodas starp minētajām personām.

Atbilstoši OECD Korporatīvās pārvaldības principiem<sup>31</sup>, lai sekmētu korporatīvo pārvaldību, ir nepieciešams radīt pamatu efektīvai korporatīvās pārvaldības sistēmai. Šo principu raksturo stabils tiesiskais regulējums un institucionālā sistēma, uz ko tirgus dalībnieki var paļauties. Korporatīvās pārvaldības sistēma veidojas no tiesiskā regulējuma, pašregulācijas, brīvprātīgām saistībām un komercdarbības prakses, ko nosaka valsts konkrētie apstākļi, vēsture un tradīcijas.

Latvijā līdzīgi kā citās Eiropas Savienības valstīs korporatīvās pārvaldības tiesisko ietvaru veido normatīvie akti un ieteikuma rakstura dokumenti (*soft law*), kas balstās uz principu “ievēro vai paskaidro”. Korporatīvās pārvaldības noteikumi ietverti vairākos normatīvajos aktos. Pamatā korporatīvo pārvaldību regulē Komerclikums, kas attiecināms ne tikai uz emitentiem, bet arī citām sabiedrībām. Sabiedrību grupu jautājumi regulēti Koncernu likumā. Vairāki ar emitenta korporatīvo pārvaldību saistīti jautājumi iekļauti FITL. Turpretim būtiskākais no ieteikuma rakstura dokumentiem, kas saistošs emitentiem, ir Biržas izstrādātie Korporatīvās pārvaldības principi un ieteikumi to ieviešanā.

Šajā aspektā, kas saistīts tieši ar korporatīvās pārvaldības tiesiskā ietvara esamību, jau Latvijas iestāšanās OECD procesā netika konstatētas būtiskas nepilnības. Turklāt pēc iestāšanās OECD ir izstrādāti vai jau stājušies spēkā jauni korporatīvo pārvaldību regulējoši noteikumi. Piemēram, 20.03.2020. pieņemtie grozījumi Komerclikumā paplašina dalības iespējas emitentu akcionāru sapulcēs. Izmaiņas veiktas arī FITL, Komerclikumā un vairākos sektorālajos normatīvajos aktos saistībā ar Akcionāru tiesību direktīvas<sup>32</sup> ieviešanu, veicinot akcionāru ilgtermiņa iesaisti emitentu pārvaldībā un nodrošinot atklātības prasības attiecībā uz vadības atalgojumu. Tāpat ir izstrādāts jauns Akciju atpirkšanas likums, kas aizstās šobrīd FITL esošo regulējumu par akciju atpirkšanas piedāvājumiem un galīgajām akciju atpirkšanām. Pārskatīti un modernizēti ir arī Biržas Korporatīvās pārvaldības principi un ieteikumi to ieviešanā.

Atbilstoši OECD Korporatīvās pārvaldības principiem korporatīvās pārvaldības noteikumiem ir jābūt tādiem, kas ļauj pusēm aizstāvēt savas tiesības. Vienlai-

<sup>30</sup> Rīcības plāns: Eiropas uzņēmējdarbības tiesības un korporatīvā vadība – mūsdienīgs tiesiskais regulējums akcionāru lielākai iesaistīšanai un noturīgāku uzņēmumu veidošanai, 2012. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LV/TXT/HTML/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN> (skatīts 09.10.2020.).

<sup>31</sup> Skat. principu “I. Efektīvas korporatīvās pārvaldības sistēmas pamata nodrošināšana”. Pieejams: [https://www.tm.gov.lv/sites/tm/files/2020-01/Documents/oecd\\_g20\\_principles\\_lv1.pdf](https://www.tm.gov.lv/sites/tm/files/2020-01/Documents/oecd_g20_principles_lv1.pdf) (skatīts 07.10.2020.).

<sup>32</sup> Eiropas Parlamenta un Padomes 17.05.2017. Direktīva (ES) 2017/828, ar ko groza Direktīvu 2007/36/EK attiecībā uz akcionāru ilgtermiņa iesaistīšanas veicināšanu. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828> (skatīts 09.10.2020.).

kus, lai netiktu traucēta normāla komercdarbība, ir nepieciešams izvairīties no pārmērīga vai nesamērīga regulējuma. Šajā aspektā ir būtiski norādīt FKTK organizētā dialoga laikā viena tirgus dalībnieka izteiktus iebildumus par akciju atpirkšanas regulējumā esošo bilances vērtību obligātajos akciju atpirkšanas piedāvājumos. Proti, tirgus dalībnieka ieskatā pienākums kontrolējošajam akcionāram atpirkt akcijas par bilances vērtību attur stratēģiskos ieguldītājus no ieguldījumiem tādu emitentu pamatkapitālā, kuru tirgus vērtība ir zemāka par akciju bilances vērtību, kā arī ierobežo emitentu iespējas piesaistīt ieguldītājus tirgus apstākļos, kad emitents piedzīvo akciju cenas lejupslīdi. Jāpiemin, ka citi tirgus dalībnieki ir pretējās domās, uzskatot, ka akcijas bilances vērtība ir minimālais mazākuma akcionāru aizsardzības sliekšnis obligātajos akciju atpirkšanas piedāvājumos.

FKTK īstenotā dialoga ietvaros konstatētie atsevišķie priekšlikumi veikt izmaiņas normatīvajos aktos tiks atspoguļoti nākamajā sadaļā par korporatīvās pārvaldības uzraudzību.

### 3.1.2. Korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzība

Papildus stabilam tiesiskajam regulējumam un institucionālajai sistēmai nepieciešams panākt, ka tiesiskā regulējuma izpilde ir efektīva. Līdzīgi kā vairumā citu valstu arī Latvijā var nodalīt publisko un privāto korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzību. Publisko uzraudzību veic valsts institūcijas, savukārt privāto uzraudzību veic akcionāri vai citas ieinteresētās personas. Lai arī publisko un privāto uzraudzību iespējams nodalīt, kopumā efektīvu korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzību raksturo publiskās un privātās uzraudzības savstarpējā mijiedarbība.<sup>33</sup> Piemēram, publiskās uzraudzības rezultātā atklāta informācija var ļaut akcionāriem vai citām personām savas tiesības tālāk aizstāvēt ar privātās uzraudzības instrumentiem. Tāpat mijiedarbība iespējama pretējā virzienā, proti, ar privātās uzraudzības instrumentiem iegūta informācija ļauj uzsākt publiskās uzraudzības īstenošanu.

#### 3.1.2.1. Publiskā uzraudzība

Latvijas kapitāla tirgus publisko uzraudzību veic FKTK, kurai ar FKTK likumu un FITL ir deleģētas šādas funkcijas un kura par uzraudzības prasību pārkāpumiem ir tiesīga piemērot publiskās sankcijas. Atsevišķos gadījumos par FITL noteikumu pārkāpumiem (iekšējās informācijas izmantošana un tirgus manipulācijas) var iestāties arī kriminālatbildība. Attiecīgi šajās jomās publisko uzraudzību veic arī tiesībsargājošās iestādes.

Šīs sadaļas mērķis ir sniegt vispārēju aprakstu par tām problēmām un priekšlikumiem, kuri saistīti ar publiskās uzraudzības jautājumiem (uzraudzības ietvaros veicamās darbības) un kurus FKTK īstenotā dialoga ietvaros norādījuši tirgus dalībnieki. Atsevišķi nodalīts jautājums par korporatīvo pārvaldību re-

<sup>33</sup> Supervision and Enforcement in Corporate Governance, OECD, 2013, p. 22. Pieejams: <https://www.oecd.org/daf/ca/SupervisionandEnforcementinCorporateGovernance2013.pdf> (skatīts 07.10.2020.).

gulējošajiem normatīvajiem aktiem, kuros iekļautās prasības aptver publiskā uzraudzība.

### Uzraudzības prasības

FKTK īstenotā dialoga ietvaros atsevišķi tirgus dalībnieki norādīja, ka FKTK kompetencei būtu jābūt plašākai un jāaptver arī citu normatīvo aktu (Komerclikuma, Revīzijas likuma) prasību uzraudzība.

Lai arī korporatīvās pārvaldības jautājumi iekļauti vairākos normatīvajos aktos, FKTK īstenotā publiskā uzraudzība attiecas tikai uz kapitāla tirgus jomu regulējošajiem speciālajiem normatīvajiem aktiem, kuros šāds uzraudzības pienākums ir tieši noteikts. Tas nozīmē, ka FKTK uzrauga visas tās korporatīvās pārvaldības prasības, kas ietvertas FITL, savukārt citas prasības, kas noteiktas, piemēram, Komerclikumā vai Koncernu likumā, ir pakļautas tikai privātajai uzraudzībai.

Nereti dažādi korporatīvās pārvaldības jautājumi tiek ieviesti nacionālajos normatīvajos aktos, pamatojoties uz Eiropas Savienības direktīvām. Piemēram, Akcionāru tiesību direktīva<sup>34</sup> primāri attiecas uz emitentiem, kuru akcijas iekļautas regulētajā tirgū. Tomēr daudzi no šīs direktīvas aspektiem ir ieviesti Komerclikumā un attiecināti uz visām sabiedrībām. Šādas pieejas pamatā ir vēlme noteiktu regulējumu, kas vērsts uz akcionāru tiesību lielāku aizsardzību, attiecināt uz plašāku tiesību subjektu loku. Vienlaikus konstatējams, ka, ieviešot stingrākas prasības akcionāru vai dalībnieku interešu aizsardzībai Komerclikumā, faktiski tiek ietekmēts arī jautājums par šādu prasību publisko uzraudzību.

Minētās pieejas trūkumus labi atspoguļo regulējums par akcionāru sapulču sasaukšanu. Pamatjautājumi par akcionāru sapulču sasaukšanu ir noteikti Komerclikumā, savukārt papildu regulējums iekļauts FITL (piemēram, ar akcionāru sapulces sasaukšanu saistītās informācijas publicēšana Oficiālajā regulētās informācijas centralizētajā glabāšanas sistēmā). Tuvākajā nākotnē Tieslietu ministrija plāno izvērtēt iespēju konsolidēt visu ar akcionāru sapulču sasaukšanu saistīto regulējumu un iekļaut to Komerclikumā, t.sk. Komerclikumā iekļaut speciālu regulējumu akciju sabiedrībām, kuru akcijas iekļautas regulētajā tirgū. Šādas normu konsolidācijas rezultātā faktiski varētu samazināties arī FKTK īstenotās uzraudzības apjoms.

Cits piemērs attiecas uz regulējumu par revīzijas komiteju izveidošanu. Atbilstoši FITL 55.<sup>6</sup> panta prasībām revīzijas komitejas sastāvā ir vismaz trīs locekļi, no kuriem vismaz viens ir emitenta padomes loceklis. Situācijā, kad emitentam ir atkāpusies padome un ilgstoši netiek ievēlēta jauna, netiek pildīta arī FITL prasība par revīzijas komitejas sastāvu. Šīs prasības izpilde tiek pakļauta publiskajai uzraudzībai. Tajā pašā laikā visu akcionāru interešu aizsardzībai daudz būtiskāks aspekts par padomes trūkumu ir tikai pašu akcionāru kompetencē esošs jautājums.

<sup>34</sup> Eiropas Parlamenta un Padomes Direktīva 2007/36/EK (2007. gada 11. jūlijs) par biržu sarakstos iekļautu sabiedrību akcionāru konkrētu tiesību izmantošanu. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32007L0036> (skatīts 11.11.2020.).

## Uzraudzības ietvaros veicamās darbības

**Finanšu informācijas pārbaude.** FKTK īstenotā dialoga ietvaros mazākuma akcionāru pārstāvji norādīja uz nepieciešamību nodrošināt, lai finanšu pārskatos būtu adekvāti novērtēti emitentiem piederošie nekustamie īpašumi, aicinot FKTK nodrošināt grāmatvedības uzskaiti regulējošo normatīvo aktu prasību ievērošanu. Tāpat FKTK īstenotā dialoga ietvaros atsevišķi tirgus dalībnieki norādīja, ka mazākuma akcionāru interesēs primāri ir nevis finanšu pārskata publicēšana likumā noteiktajā termiņā, bet gan tas, ka finanšu pārskats sniedz patiesu priekšstatu par emitenta finansiālo stāvokli.

**Dalība akcionāru sapulcēs.** Ar akcionāru sapulču sasaukšanu un norisi saistītie strīdi pamatā tiek risināti privātās uzraudzības ietvaros, tomēr tie var tikt pakļauti arī publiskajai uzraudzībai.<sup>35</sup> Tas nozīmē, ka uzraugam var būt tiesības piedalīties emitentu akcionāru sapulcēs un uzraudzīt korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu.

FKTK tiesības piedalīties finanšu un kapitāla tirgus dalībnieku (t.sk. emitentu) pilnsapulcēs, ierosināt sasaukt finanšu un kapitāla tirgus dalībnieku pārvaldes institūciju sēdes un noteikt tajās izskatāmos jautājumus, kā arī piedalīties šajās sēdēs nostiprinātas FKTK likuma 7. panta pirmās daļas 6. punktā.

Līdz šim FKTK nav piedalījies emitentu akcionāru sapulcēs, neskatoties uz mazākuma akcionāru aicinājumiem šīs tiesības izlietot. Turklāt FKTK vairākkārt paudusi viedokli, ka emitentu akcionāru sapulcēs FKTK var piedalīties tikai normatīvajos aktos noteiktās kompetences ietvaros. Dalība emitentu akcionāru sapulcēs varētu tikt īstenota, piemēram, situācijā, kad emitenta akcionāru sapulcē izskatāms jautājums, kura izskatīšanu paredz finanšu un kapitāla tirgu regulējošie normatīvie akti, un FKTK ir lūgusi emitentam, lai tas izpildītu attiecīgās normatīvo aktu prasības un akcionāru sapulcē izskatītu noteiktu jautājumu. Tādējādi šo tiesību izmantošana lielā mērā saistāma ar sadaļā "Uzraudzības prasības" aprakstīto jautājumu par korporatīvās pārvaldības noteikumiem, kuru izpilde pakļaujas publiskajai uzraudzībai.

Jautājums par dalību emitentu akcionāru sapulcēs tika īpaši pārrunāts arī ar Lietuvas un Igaunijas kapitāla tirgus uzraugiem (attiecīgi *Lietuvas Bankas* un *Finantsinspeksioon*) 2019. gadā kopīgas Baltijas valstu kapitāla tirgus uzraugu tikšanās laikā. Pārējās Baltijas valstīs uzraugi nepiedalās emitentu akcionāru sapulcēs, tomēr Igaunijas un Lietuvas uzraugu ieskatā situācija ar korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu emitentu akcionāru sapulcēs nav tāda, lai būtu nepieciešamība šīs tiesības izlietot. Ņemot vērā atsevišķu Latvijas kapitāla tirgus emitentu akcionāru sapulču sasaukšanas veidus, nav pamata uzskatīt, ka situācija ar korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu Latvijas kapitāla tirgū būtu tāda, kas nerada pamatu diskusijai par FKTK dalību atsevišķu emitentu akcionāru sapulcēs.

Arī FKTK īstenotā dialoga ietvaros tirgus dalībnieki norādīja uz nepieciešamību FKTK vai citai iestādei, piemēram, Ekonomikas ministrijai, piedalīties emitentu

<sup>35</sup> Supervision and Enforcement in Corporate Governance, OECD, 2013, p. 7. Pieejams: <https://www.oecd.org/daf/ca/SupervisionandEnforcementinCorporateGovernance2013.pdf> (skatīts 07.10.2020.).



akcionāru sapulcēs, lai disciplinētu emitentu amatpersonas un sekmētu labāku emitentu korporatīvo pārvaldību. Atsevišķu tirgus dalībnieku ieskatā jau uzrauga klātbūtne emitenta akcionāru sapulcēs pat bez aktīvas dalības disciplinētu akcionārus un emitenta amatpersonas, nepieļaujot acīmredzamus korporatīvās pārvaldības noteikumu pārkāpumus.

**Koncernu likuma normu uzraudzība un atkarības pārskata pārbaude.** FKTK īstenotā dialoga ietvaros vairāki tirgus dalībnieki norādīja uz trūkumiem koncernu regulējuma izpildē un tā uzraudzībā. Minētās problēmas noved pie tā, ka mazākuma akcionāri nav spējīgi aizstāvēt savas tiesības, jo tiem trūkst informācijas par saistīto pušu darījumiem, kas slēgti koncerna ietvaros.

Atbilstoši Koncernu likumam līdzdalības koncernā gadījumā mazākuma akcionāru interešu aizsardzības nolūkā tiek paredzēts pienākums atkarīgajai sabiedrībai sagatavot atkarības pārskatu. Atkarības pārskatam jāsniedz vispārējs priekšstats par atkarīgās un valdošās sabiedrības attiecībām. Saskaņā ar Koncernu likumu atkarības pārskats vienlaikus ar atkarīgās sabiedrības gada pārskatu un ziņojumu ir pakļauts obligātai revidenta pārbaudei, kas ietver atkarības pārskatā ietverto faktisko ziņu pārbaudi, kā arī atkarīgās sabiedrības veikto darījumu izpildes vērtības pārbaudi. Atsevišķi tirgus dalībnieki norādīja uz nepieciešamību nodrošināt, ka zvērinātam revidentam ir atbildība par atkarības pārskata pārbaudi. Revidentam būtu jāatbild par sabiedrībai zaudējumus nesošo darījumu nenorādīšanu atkarības pārskatos, jo šobrīd šādi darījumi dažkārt tiek slēpti, bet Koncernu likums par to atbildību neparedz, kas savukārt ietekmē mazākuma akcionāru tiesības.

Jautājums par Koncernu likuma normu efektivitātes problēmām nav jauns. Jau 2007. gada pētījumā<sup>36</sup> par Koncernu likuma darbības efektivitātes problēmām un to iespējamajiem risinājumiem tika konstatēts, ka koncernu regulējuma teksts ir smagnējs un bieži vien grūti uztverams. Tāpat problēmas ar koncernu regulējuma piemērošanu rada Koncernu likuma nošķirtība no Komerclikuma, kā arī sankciju trūkums par koncernu regulējuma neievērošanu. Lai arī revidentiem ir paredzēta būtiska loma atkarības pārskata pārbaudē, tomēr koncernu regulējuma pārskatīšanas procesā Latvijas Zvērinātu revidentu asociācija ir norādījusi, ka revidentiem nav saprotams pienākumu apjoms, ko paredz Koncernu likums, norādot, ka, piemēram, par pretizpildījuma atbilstīgumu revidentiem nemaz nav iespēju pārliecināties (trūkst skaidra pārbaudāmo ziņu uzskaitījuma). Tāpat izvirzīts jautājums par atteikšanos no zvērinātu revidentu pārbaudes. Līdz ar to, lai arī ir saskatāmas problēmas ar koncernu regulējuma uzraudzību un ir nepieciešams to risinājums, tomēr jautājums par revidenta lomas stiprināšanu un atbildību atkarības pārskatu pārbaudēs nav viennozīmīgs.

### 3.1.2.2. Privātā uzraudzība

Par korporatīvās pārvaldības problēmu iemeslu tirgus dalībnieki uzskata arī

<sup>36</sup> Koncernu likuma darbības efektivitātes problēmas un to iespējamie risinājumi, 2007, 18. lpp. Pieejams: [http://at.gov.lv/files/uploads/files/7\\_Resursi/Petijumi/lv\\_documents\\_petijumi\\_Koncerni.pdf](http://at.gov.lv/files/uploads/files/7_Resursi/Petijumi/lv_documents_petijumi_Koncerni.pdf) (skatīts 09.10.2020.).

trūkumus privātās uzraudzības īstenošanā. Privātā uzraudzība var izpausties kā dažādu prasību celšana tiesā pret emitentiem, to amatpersonām vai šos emitentus kontrolējošajiem akcionāriem. Prasības var celt akcionāri, akcionāru apvienības vai arī jebkura cita ieinteresētā persona (*stakeholders*). Savukārt pašas prasības izpaužas gan kā individuālas prasības, gan kā sabiedrības prasības pret tās amatpersonām (*derivative actions*), gan arī kolektīvās prasības (*class actions*).<sup>37</sup> Privāto uzraudzību var īstenot arī citas personas, piemēram, regulētā tirgus organizētājs, kontrolējot to prasību izpildi, kas izriet no regulētā tirgus organizētāja un emitenta noslēgtā līguma noteikumiem.

Lai ieguldītāji īstenotu korporatīvās pārvaldības noteikumu privāto uzraudzību, ir nepieciešams, lai šī privātā uzraudzība būtu efektīva. Citiem vārdiem sakot, ieguldītāji minēto tiesību aizsardzības mehānismu izmantos tikai tad, ja tiem būs pārliecība par iespēju šādā veidā panākt savu tiesību aizstāvību. Šīs sadaļas ietvaros uzmanība tiks veltīta konkrētiem privātās uzraudzības tiesību institūtiem, uz kuru trūkumiem FKTK īstenotā dialoga ietvaros norādījuši tirgus dalībnieki. Vienlaikus tas nenozīmē, ka nepastāv citi akcionāru tiesību aizsardzības institūti, kuru efektivitāte būtu uzlabojama.

### Uzraudzības ietvaros veicamās darbības

Lai nodrošinātu korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu, ir nepieciešams stiprināt atbildības prasības emitenta amatpersonām – valdes locekļiem kā par emitenta ikdienas darbību atbildīgajām amatpersonām, kā arī padomes locekļiem, kuru kompetencē ir valdes darbības uzraudzība. Atbilstoši Komerclikumam minētajām amatpersonām savu amata pienākumu izpildē ir jārīkojas kā krietniem un rūpīgiem saimniekiem. Ja valdes vai padomes locekļu rīcības rezultātā ir nodarīti zaudējumi emitentam, šīs emitenta amatpersonas ir atbildīgas emitenta priekšā. Prasību pret minētajām amatpersonām emitenta labā (sabiedrības prasība) var celt gan kreditori, gan emitenta amatpersonas, gan arī akcionāri. Turpinājumā uzmanība tiks veltīta akcionāru iespējām sekmēt sabiedrības prasību celšanu pret emitenta amatpersonām.

Sabiedrības prasības celšana ir noteikta Komerclikuma 172. pantā. Atbilstoši Komerclikuma 172. panta pirmajai daļai prasību pret valdes vai padomes locekļiem sabiedrība cel, pamatojoties uz akcionāru sapulces lēmumu, kurš pieņemts ar klātesošo akcionāru vienkāršu balsu vairākumu. Savukārt 172. panta otrā daļa paredz, ka sabiedrībai ir pienākums celt prasību pret minētajām amatpersonām arī tad, ja to pieprasa akcionāri, kuri kopā pārstāv ne mazāk par vienu divdesmito daļu no pamatkapitāla. Tas nozīmē, ka mazākuma akcionāru tiesības iniciēt sabiedrības prasību celšanu ir atkarīgas no kvantitatīvā sliekšņa (5% no ieguldījuma pamatkapitālā) sasniegšanas.

Līdz 13.07.2017. Komerclikums paredzēja mazākuma akcionāriem tiesības prasīt sabiedrības prasības celšanu arī tad, ja to ieguldījums pamatkapitālā sasniedza konkrētu summu (71 100 *euro*). Šāds kritērijs bija vērsts uz lielo

<sup>37</sup> Supervision and Enforcement in Corporate Governance, OECD, 2013, p. 10. Pieejams: <https://www.oecd.org/daf/ca/SupervisionandEnforcementinCorporateGovernance2013.pdf> (skatīts 07.10.2020.).

sabiedrību akcionāru, kuru ieguldījums pamatkapitālā neatbilst 5%, tomēr ir pietiekami nozīmīgs absolūtajos skaitļos, aizsardzību.<sup>38</sup> Tomēr ar 15.06.2017. grozījumiem Komerclikumā šāds kritērijs tika izslēgts, pamatojot, ka kopumā Komerclikumā akcionāru tiesības ir piesaistītas noteiktam procentuālajam īpatsvaram pamatkapitālā un tiesības, kas piesaistītas konkrētam ieguldījuma apmēram, neatbilst Komerclikuma sistēmai.<sup>39</sup>

Neskatoties uz minēto, vairāku tirgus dalībnieku ieskatā šobrīd Komerclikuma 172. pantā noteiktais sliekšnis (vismaz 5% no pamatkapitāla) no mazākuma akcionāru (tai skaitā institucionālo ieguldītāju) interešu aizsardzības skatupunkta ir pārāk augsts attiecībā uz emitentiem, kuru akcijas ir iekļautas regulētajā tirgū. Atbilstoši FKTK īstenotā dialoga ietvaros norādītajam ir konstatējami gadījumi, kad institucionālajiem ieguldītājiem, kas ieguldījuši emitentu akcijās, faktiski nav iespējams īstenot Komerclikuma 172. pantā noteiktās tiesības. Tādējādi apstāklis, ka institucionālais ieguldītājs nevar izmantot likumā paredzētos tiesību aizsardzības līdzekļus, tirgus dalībnieku ieskatā būtiski kavē investīcijas Latvijas kapitāla tirgū.

Lai arī sabiedrības prasības pret tās amatpersonām kopumā Eiropas Savienības ietvaros netiek uzskatītas par plaši izplatītu veidu korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzībai<sup>40</sup>, tomēr šīs tiesības ir ieviestas absolūtajā vairākumā Eiropas Savienības dalībvalstu.<sup>41</sup> Vairākās Eiropas Savienības valstīs likumdevējs ir radījis tādu tiesisko ietvaru, kas paredz akcionāriem mazāku balsstiesību sliekšni sabiedrības prasības celšanai. Piemēram, Vācijā tiesības sabiedrības vārdā celt prasību ir akcionāriem, kuri pārstāv ne mazāk kā 1% no pamatkapitāla vai kuru līdzdalība sabiedrības pamatkapitālā nav mazāka par 100 000 *euro*.<sup>42</sup> Līdzīgs regulējums noteikts arī Beļģijā, kur tiesības celt prasību sabiedrības vārdā ir akcionāriem, kuri pārstāv ne mazāk kā 1% no pamatkapitāla vai kuru līdzdalība sabiedrības pamatkapitālā nav mazāka par 125 000 *euro*.<sup>43</sup> Atsevišķās citās valstīs ir paredzēts speciāls regulējums attiecībā uz emitentiem, kuru akcijas iekļautas regulētajā tirgū. Piemēram, Itālijā tiesības celt prasību sabiedrības vārdā ir akcionāriem, kuri pārstāv ne mazāk kā 2.5% no pamatkapitāla, ja tās akcijas iekļautas regulētajā tirgū. Turpretim gadījumā, kad sabiedrības akcijas nav iekļautas regulētajā tirgū, sabiedrības vārdā prasību ir tiesīgi celt akcionāri, kuri pārstāv ne mazāk kā 20% no pa-

<sup>38</sup> Strupišs A. Komerclikuma komentāri III. B daļa. Komersanti. [B.v.]: "A. Strupiša juridiskais birojs" SIA, 2003, 163. lpp.

<sup>39</sup> Skat. priekšlikumus likumprojektam "Grozījumi Komerclikumā" (Nr. 749/Lp 2) pirms otrā lasījuma. Pieejams: <http://titania.saeima.lv/LIVS12/SaeimaLIVS12.nsf/0/572E508C659112C6C2258082004B2689?OpenDocument> (skatīts 21.10.2020.).

<sup>40</sup> A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union, The International Finance Corporation, 2015, p. 51. Pieejams: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/506d49a2-3763-4fe4-a783-5d58e37b8906/CG\\_Practices\\_in\\_EU\\_Guide.pdf?MOD=AJPERES&CVID=kNmxTtG](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/506d49a2-3763-4fe4-a783-5d58e37b8906/CG_Practices_in_EU_Guide.pdf?MOD=AJPERES&CVID=kNmxTtG) (skatīts 21.10.2020.).

<sup>41</sup> Study on Minority Shareholders Protection. Final report. European Commission. Prepared by TGS Baltic, 2018, p.181. Pieejams: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/1893f7b8-93a4-11e8-8bc1-01aa75ed71a1/language-en> (skatīts 20.10.2020.).

<sup>42</sup> Aktiengesetz 148 § (Stock Corporation Act). Pieejams: [http://www.gesetze-im-internet.de/englisch\\_aktg/englisch\\_aktg.html#p0847](http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p0847) (skatīts 21.10.2020.).

<sup>43</sup> Geltner M. Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe? Brooklyn Journal of International Law. Volume 37, 2002, p. 859. Pieejams: <https://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1097&context=bjil> (skatīts 21.10.2020.).

matkapitāla. Savukārt citās valstīs, piemēram, Francijā un Šveicē, nav noteikti kvantitatīvie kritēriji, lai mazākuma akcionārs varētu celt prasību sabiedrības vārdā.<sup>44</sup>

Latvijas kapitāla tirgū esošo emitentu akcionāru struktūra ir ļoti koncentrēta. Proti, kontrolējošajam akcionāram vai akcionāru grupai, kas rīkojas saskaņoti, nereti pieder pat vairāk nekā 90% no visām emitenta akcijām. Savukārt atlikusī akciju daļa nereti pieder plašam akcionāru lokam, kuru vidū ir arī akcionāri, kas savas akcijas ieguvuši arī privatizācijas rezultātā un faktiski nepiedalās emitenta pārvaldē. Šādos apstākļos panākt vienošanos starp akcionāriem, kas pārstāv vismaz 5% no visām emitenta akcijām, var būt ļoti liels izaicinājums.

Jautājums par kvantitatīvo kritēriju sabiedrības prasību celšanā ir vairākkārt skatīts Tieslietu ministrijas izveidotajā Komerclikuma darba grupā. Lai arī var piekrist, ka tiesības, kas piesaistītas noteiktam ieguldījuma apmēram (absolūtos skaitļos), neatbilst Komerclikuma sistēmai, tomēr, lai aizsargātu emitentu mazākuma akcionāru tiesības un vairotu iespējas īstenot sabiedrības prasības, būtu apsverama Komerclikuma 172. pantā minētā kvantitatīvā kritērija sabiedrības prasību celšanai samazināšana vismaz attiecībā uz emitentiem. Alternatīva varētu būtu atteikšanās no kvantitatīvā kritērija sabiedrības prasību celšanai vai tā samazināšana attiecībā uz noteiktiem institucionālajiem ieguldītājiem (piemēram, pensiju fondu pārvaldniekiem).

### Kolektīvās prasības

FKTK īstenotā dialoga ietvaros tika norādīts uz nepieciešamību stiprināt kolektīvo prasību institūta lomu mazākuma akcionāru interešu aizsardzībā. Šāds priekšlikums tika pamatots ar grūtībām mazākuma akcionāriem individuāli aizstāvēt savas intereses tiesvedībās pret emitentu vai emitentu kontrolējošajiem akcionāriem. Grūtības individuāli aizstāvēt savas tiesības saistāmas gan ar tiesāšanās finansiālo slogu, gan arī procesuālajām grūtībām, katram mazākuma akcionāram ceļot atsevišķu prasību.

Kolektīvo prasību tiesību institūts ir izplatīts anglosakšu valstīs (īpaši ASV). Kolektīvās prasības pamatā ir privāta prasība, kas celta noteiktas sabiedrības grupas, kura atrodas līdzīgos faktiskajos apstākļos, interesēs. Tās galvenā priekšrocība ir mazināt finansiālos izdevumus par tiesvedību, jo, mazākuma akcionāriem individuāli aizstāvēt savas intereses, nereti pat sekmīgas tiesvedības rezultātā neizdotos segt visus ar tiesāšanos saistītos izdevumus.<sup>45</sup> Ņemot vērā šo finansiālo aspektu kā priekšrocību kolektīvo prasību institūtam, norādāms, ka tas nebūtu lielākais ieguvums, nostiprinot kolektīvo prasību institūtu Latvijā. Atbilstoši Civilprocesa likumā noteiktajam tiesas izdevumus (valsts un kancelejas nodevas) piespriež segt lietā zaudējušajai pusei. Arī ar lietas vešanu saistītos izdevumus (izdevumi advokāta palīdzības apmaksai) vismaz daļēji apmērā piespriež segt atbildētājam par labu prasītājam. Turklāt gadījumā, kad kāda mazākuma akcionāra prasība ir apmierināta vismaz daļēji, atbilstoši liku-

<sup>44</sup> Geltner M. Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe? Brooklyn Journal of International Law. Volume 37, 2002, p. 859. Pieejams: <https://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1097&context=bjil> (skatīts 21.10.2020.).

<sup>45</sup> Supervision and Enforcement in Corporate Governance, OECD, 2013, p. 105. Pieejams: <https://www.oecd.org/daf/ca/SupervisionandEnforcementinCorporateGovernance2013.pdf> (skatīts 07.10.2020.).

am “Par tiesu varu” spriedums, ar kuru apmierināta mazākuma akcionāra prasība, ir saistošs tiesai, izskatot citas lietas, kas saistītas ar šo lietu. Tas nozīmē, ka situācijā, kad viens mazākuma akcionārs ir panācis sev labvēlīgu lietas iznākumu, pārējiem līdzīgā situācijā esošiem mazākuma akcionāriem būtu saļīdzinoši vienkārši pierādīt arī savu tiesisko interešu aizskārumu.

Tajā pašā laikā ir konstatējams, ka, vienam akcionāram ceļot prasību pret emitentu vai to kontrolējošajiem akcionāriem, ir jāuzņemas arī finansiālais risks par tiesāšanās izdevumiem, ja tiesa tomēr mazākuma akcionāra prasību neapmierinātu. Šāda riska pastāvēšana neapšaubāmi attur mazākuma akcionārus no savu interešu aizstāvības tiesvedības procesā. Lai mazinātu riskus vai tos pārdaļītu, mazākuma akcionāriem ir nepieciešams apvienoties nolūkā efektīvāk aizstāvēt savas tiesības. Apvienošanās, piemēram, biedrībā, būtu uzskatāma par efektīvu veidu, kā savā starpā koordinēt veicamos pasākumus un nepieciešamo finansējumu tiesību aizstāvībā.<sup>46</sup> Tomēr jāatzīst, ka mazākuma akcionāriem pašiem primāri ir jāizrāda iniciatīva apvienot spēkus savu interešu aizsardzībai.

### Citi ar akcionāru interešu aizstāvību tiesā saistīti jautājumi

Kapitāla tirgus attīstības plāna izstrādes ietvaros vairāki tirgus dalībnieki ir norādījuši uz problēmām, kas saistītas ar mazākuma akcionāru iespējām savas tiesības aizstāvēt ar tiesas starpniecību. Kā lielākās problēmas tika minētas gan nesamērīgi augstas valsts nodevas, gan ilga lietu izskatīšanas laiks tiesās, gan arī tiesnešu kompetences trūkums par finanšu un kapitāla tirgus jautājumiem. Šādas problēmas noved pie tā, ka ieguldītāji savu interešu aizsardzību tiesā kopumā neuzskata par efektīvu.

Nereti akcionāru interešu aizsardzību tiesas ceļā ierobežo Civilprocesa likumā noteikto valsts nodevu apmēri. Lai arī valsts nodeva kalpo kā filtrs, lai netiktu celtas nepamatotas prasības, tomēr praksē bieži vien mazākuma akcionāri nevar pilnvērtīgi izmantot Latvijas tiesību aizsardzības sistēmu savu aizskarto interešu aizstāvībai, jo potenciāli apstrīdamo darījumu apmēri (pamatā saistīto pušu darījumi) ir mērāmi miljonos *euro*. Līdz ar to atsevišķu tirgus dalībnieku ieskatā mazākuma akcionāri nav spējīgi samaksāt prasībai atbilstoša apmēra valsts nodevu un tādējādi tie nevar aizstāvēt savas tiesības ar tiesas starpniecību.

Cita mazākuma akcionāru problēma ir saistīta ar informācijas pieejamību. Atsevišķu tirgus dalībnieku ieskatā prasības celšanai nepieciešamo informāciju par saistīto pušu darījumiem nav iespējams iegūt, jo nereti tā tiek slēpta. Tādējādi tirgus dalībnieku ieskatā mazākuma akcionāri ir ievērojami sliktākā pozīcijā tiesvedībā, kas noris pēc sacīkstes principa. Ievērojot minēto, būtu apsverama pierādīšanas pienākuma nastas uz likuma pamata novirzīšana uz emitentu vai to kontrolējošo akcionāru. Cita alternatīva varētu būt publiskās uzraudzības stiprināšana informācijas atklātības jautājumos, lai tālāk mazā-

<sup>46</sup> Study on Minority Shareholders Protection. Final report. European Commission. Prepared by TGS Baltic, 2018, p. 182. Pieejams: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/1893f7b8-93a4-11e8-8bc1-01aa75ed71a1/language-en> (skatīts 20.10.2020.).

kuma akcionāri savas tiesības varētu aizstāvēt privātās uzraudzības ietvaros.

Jau Latvijas iestāšanās OECD procesā tika konstatētas ar mazākuma akcionāru tiesību aizsardzību saistītas problēmas, kas attiecas ne tikai uz lielajām izmaksām, lai savas tiesības aizstāvētu ar tiesas starpniecību, bet arī ilgo lietu izskatīšanas laiku tiesās. Tomēr kopš 2016. gada, kad Latvija kļuva par OECD dalībvalsti, gan Ministru kabineta līmenī, gan arī tiesu ietvaros viena no prioritātēm jau ilgstoši ir lietu izskatīšanas termiņu samazināšana. Publiski pieejamā informācija liecina, ka šajā jautājumā ik gadu ir novērojami uzlabojumi, tāpēc būtu atsevišķi padziļināti vērtējams jautājums, vai ilgā lietu izskatīšana tiesās vēl joprojām ir izteikta problēma vai arī šāds secinājums vairāk balstās uz salīdzinoši nesenās pagātnes pieredzi.

Atsevišķi tirgus dalībnieki ir norādījuši, ka līdzšinējā tiesvedības prakse parāda arī tiesu, tiesnešu un tiesvedības procesu zemu efektivitāti ieguldītāju strīdu izšķiršanā, kā iemeslu norādot tiesnešu kompetences trūkumu šādu strīdu izšķiršanā. Šā iemesla dēļ pausts atbalsts specializētās Ekonomisko lietu tiesas izveidei, kas varētu nozīmēt gan ātrāku, gan arī kvalitatīvāku lietu izskatīšanu.

### Neatkarīga padomes locekļa nepieciešamība un revīzijas komitejas lomas stiprināšana

FKTK īstenotā dialoga ietvaros tika norādīts, ka dividendu nemaksāšana un sabiedrības gūtās peļņas novirzīšana lielākajam emitenta akcionāram un emitenta kontrolē esošajām sabiedrībām ir viena no būtiskākajām problēmām, ar kurām saskaras mazākuma akcionāri. Šādam nolūkam tiek izmantoti saistīto pušu darījumi, kas paši par sevi automātiski nenozīmē prettiesisku darbību. Saistīto pušu darījumi bieži vien ir nepieciešami emitenta attīstībai. Tomēr praksē ir novērojams, ka virkne emitentu, kas strādā ar peļņu, gadiem neizmaksā dividendes vai būtiski samazina peļņas rādītājus un lielu daļu līdzekļu novirza saistīto pušu darījumiem (piemēram, izsniedzot aizdevumu mātes sabiedrībai vai akcionāram vai iegādājoties īpašumu vai mantu no akcionāra).

Atbilstoši Komerclikuma noteikumiem, ja emitents slēdz darījumu ar saistīto pusi, padome vai akcionāru sapulce dod piekrišanu šāda darījuma slēgšanai. Savukārt saskaņā ar FITL noteikumiem par netipiskiem darījumiem ar saistīto pusi emitenta valdei ir pienākums informēt arī revīzijas komiteju. Emitenta padomei ir tiesības pieprasīt revīzijas komitejas viedokli par saistīto pušu darījumu vai arī pieaicināt neatkarīgu ekspertu atzinuma sniegšanai. Neskatoties uz minēto kārtību, tirgus dalībnieku ieskatā gadījumā, kad emitentu kontrolējošais akcionārs vienlaikus ir arī saistīto pušu darījuma labuma guvējs, nepastāv objektīvs šāda darījuma izvērtēšanas mehānisms. Emitentu koncentrētās akcionāru struktūras dēļ lielākais akcionārs ievēlē padomi, savukārt mazākuma akcionāriem nereti trūkst pat nepieciešamo balsu padomes locekļa kandidāta izvirzīšanai. Tā rezultātā padome darbojas kontrolējošā akcionāra interesēs un mazākuma akcionāriem ir arī apgrūtinātas iespējas celt prasījumus un iegūt visu informāciju saistīto pušu darījumu apstrīdēšanai. Līdzīgus secinājumus pēc būtības var attiecināt arī uz revīzijas komitejām. Atbilstoši FITL noteikumiem revīzijas komitejas locekļu vairākumam ir jābūt neatkarīgiem. Tajā pašā laikā revīzijas komitejas sastāvu apstiprina emitenta akcionāru sapulce līdzīgā

kārtībā, kāda ir paredzēta padomes locekļu ievēlēšanai.

Lai risinātu minēto problēmu, tirgus dalībnieki aicina korporatīvās pārvaldības nodrošināšanai un mazākuma akcionāru tiesību pienācīgākai aizsardzībai ieviest vismaz vienu obligātu neatkarīgu padomes locekli (mazākuma akcionāru pārstāvi). Šāds risinājums atbilstu OECD Korporatīvās pārvaldības principiem, kas paredz ieteikumu nodrošināt efektīvu sistēmu saistīto pušu darījumu uzraudzībai, būtisku lomu nereti piešķirot neatkarīgajiem padomes locekļiem.<sup>47</sup> Tāpat būtu stiprināma revīzijas komitejas loma saistīto pušu darījumu uzraudzībā. Šobrīd revīzijas komitejas nereti ir izveidotas, lai formāli izpildītu FITL prasības. Tomēr tās neveic nozīmīgu lomu ne tikai saistīto pušu darījumu izvērtēšanā, bet kopumā vāji īsteno pamatuzdevumus, kas saistīti ar finanšu pārskatu sagatavošanas un revīzijas norises uzraudzību.

### 3.2. Korporatīvās pārvaldības reitingu veidošana

Vairāki tirgus dalībnieki norādīja uz nepieciešamību veidot emitentu korporatīvās pārvaldības reitingus. Tas būtu neatkarīgs vērtējums, kas būtu veikts par katru emitentu individuāli un varētu kalpot kā signāls ieguldītājiem, kas tikai plāno iegādāties emitentu akcijas. Turklāt šāds korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanas reitings varētu atstāt pozitīvu ietekmi uz pašiem emitentiem, motivējot tos arī pēc būtības nodrošināt korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu.

Šobrīd jau tiek veidoti korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanas pašvērtējumi, kā arī vispārīgi vērtējumi par korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu. Saskaņā ar FITL noteikumiem emitentiem ir pienākums sagatavot paziņojumu par korporatīvo pārvaldību. Šajā paziņojumā iekļauj informāciju par to, kādā veidā emitents tiek pārvaldīts. Emitents pats var izvēlēties korporatīvās pārvaldības ieteikumus, kurus tas piemēro. Attiecīgi arī korporatīvās pārvaldības paziņojums satur informāciju par to, kā emitents savā pārvaldē piemēro paša izvēlētos korporatīvās pārvaldības ieteikumus. Gandrīz visi emitenti piemēro Biržas izstrādātos Korporatīvās pārvaldības principus. Nereti šāds korporatīvās pārvaldības pašizvērtējums ir formāls.

Arī Birža gatavo apkopojumus par korporatīvās pārvaldības principu ievērošanu. Pamatā šis apkopojums balstās un pašu emitentu norādīto informāciju. Lai arī Birža pārvērtē katra emitenta sniegto informāciju, tomēr šāds apkopojums nesatur vērtējumu par katru emitentu individuāli. Individuālāks vērtējums konstatējams Igaunijas uzrauga sagatavotajā pārskatā par korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu.<sup>48</sup>

<sup>47</sup> Skat. OECD Korporatīvās pārvaldības principu F.1. punktu. Pieejams: [https://www.tm.gov.lv/sites/tm/files/2020-01/Documents/oecd\\_g20\\_principles\\_lv1.pdf](https://www.tm.gov.lv/sites/tm/files/2020-01/Documents/oecd_g20_principles_lv1.pdf) (skatīts 22.10.2020.).

<sup>48</sup> Igaunijas uzraudzības iestādes pārskats par korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu regulētajā tirgū Igaunijā, 2017. Pieejams: [https://www.fi.ee/sites/default/files/hut\\_ulevaade\\_2017\\_aasta\\_kohta.pdf](https://www.fi.ee/sites/default/files/hut_ulevaade_2017_aasta_kohta.pdf) (skatīts 11.11.2020.).



Praksē ir bijuši gadījumi<sup>49</sup>, kad Birža ir piemērojusi uzraudzības statusu emitentam publiski skaļos ar korporatīvās pārvaldības noteikumu neievērošanu saistītos gadījumos. Šādas tiesības Biržai izriet no noteikumiem “Par finanšu instrumentu iekļaušanu un tirdzniecību biržas regulētajos tirgos” un pamatotas ar tirgus dalībnieku uzmanības pievēršanu gadījumos, kad varētu tikt būtiski apdraudētas ieguldītāju intereses.<sup>50</sup>

Līdz ar to, lai arī šobrīd jau tiek veidoti pārskati par to, kā emitenti savā darbībā ievēro korporatīvās pārvaldības noteikumus, tomēr trūkst individuāla katra emitenta novērtējuma, ko būtu veikusi kāda neatkarīga persona (piemēram, FKTK, Birža vai cita persona) un kas būtu pastāvīgi pieejams ieguldītājiem. Turklāt no tirgus dalībnieku norādītā izriet, ka šādam individuālam vērtējumam būtu jāparādās attiecībā uz visiem emitentiem, proti, gan tādiem, kuri nodrošina korporatīvās pārvaldības noteikumu ievērošanu, gan arī tādiem, kuru praksē novērojamas problēmas. Tāpat būtu diskutējams par to, kā nodrošināt, lai šāds vērtējums par katru emitentu ir ērti pieejams ikvienam ieguldītājam, pirms tas pieņem ar ieguldījumiem saistītus lēmumus.

### 3.3. Tirdzniecības uzraudzība regulētajās tirdzniecības vietās

Sadaļā par korporatīvās pārvaldības noteikumu uzraudzību jau tika aplūkoti tie publiskās uzraudzības jautājumi, kas vairāk skar emitentu uzraudzību. Publiskās uzraudzības joma ietver arī tirgus infrastruktūras un finanšu instrumentu tirdzniecības uzraudzības jautājumus. FKTK īstenotā dialoga ietvaros viens tirgus dalībnieks starp svarīgiem un aktuāliem uzraudzības jautājumiem minējis iekšējās informācijas izmantošanu (*insider trading*).

Tirgus ļaunprātīga izmantošana (iekšējās informācijas izmantošana un tirgus manipulācijas) ir aizliegta. Kopš 2016. gada vidus Eiropas Savienībā ir vienots tirgus ļaunprātīgas izmantošanas novēršanas finanšu tirgos regulējums, kas aizstāja iepriekšējo nacionālo regulējumu ar Eiropas Savienības tieši piemērojamiem normatīvajiem aktiem. FKTK regulāri veic finanšu instrumentu tirdzniecības uzraudzību, analizējot veiktos darījumus un iesniegtos uzdevumus regulētajā tirgū un daudzpusējā tirdzniecības sistēmā, lai identificētu un novērstu tirgus manipulācijas un iekšējās informācijas izmantošanu darījumos ar finanšu instrumentiem. Turklāt gan tirdzniecības vietu organizētājiem, gan arī ieguldījumu pakalpojumu sniedzējiem regulējums uzliek pienākumu izveidot un uzturēt efektīvas sistēmas, lai novērstu iekšējās informācijas izmantošanu tirdzniecībā un tirgus manipulācijas, kā arī ziņot kompetentajai iestādei (Latvijā – FKTK) par iespējamiem tirgus ļaunprātīgas izmantošanas gadījumiem vai to mēģinājumiem.

<sup>49</sup> Skat. Biržas paziņojumu “Birža piemēro uzraudzības statusu AS “Olainfarm””. Pieejams: <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=882088&messageId=1110281> (skatīts 10.11.2020.).

<sup>50</sup> Biržas noteikumi “Par finanšu instrumentu iekļaušanu un tirdzniecību biržas regulētajos tirgos”. Pieejams: [https://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/rules/NQRiga\\_Lat/0101\\_2020\\_NasdaqRiga\\_Kotesanas\\_noteikumi\\_KONSOLIDETIE\\_LV.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/rules/NQRiga_Lat/0101_2020_NasdaqRiga_Kotesanas_noteikumi_KONSOLIDETIE_LV.pdf) (skatīts 10.11.2020.).



Pēdējos gados no tirgus dalībniekiem saņemto aizdomīgo darījumu un rīkojumu ziņojumu skaits palielinās. 2018. gadā FKTK saņēma 17 ziņojumus no tirgus dalībniekiem par aizdomīgiem darījumiem ar finanšu instrumentiem, savukārt 2019. gadā FKTK saņēma un izanalizēja 26 ziņojumus no tirgus dalībniekiem par aizdomīgiem darījumiem ar finanšu instrumentiem. 2020. gadā padziļinātas pārbaudes par aizdomīgiem darījumiem tika veiktas septiņos gadījumos. Administratīvās sankcijas par tirgus manipulācijām vai iekšējās informācijas izmantošanu 2019. gadā netika piemērotas. 2019. gadā tika sāкта viena pārbaude par iespējamu iekšējās informācijas izmantošanu darījumos ar akcijām, un 2020. gadā informācija par šo lietu tika nosūtīta Valsts policijai izvērtēšanai un lēmuma pieņemšanai par kriminālprocesa sākšanu.

Jaunu ieguldītāju piesaistes un ieguldītāju aktivitātes darījumos ar finanšu instrumentiem veicināšanas (atsevišķu tirgus dalībnieku samazinātās vai nulles komisijas maksas darījumiem ar Baltijas valstu akcijām) rezultātā būtiski pieaug arī nelielo darījumu skaits ar Latvijas uzņēmumu akcijām. Darījumi ar nelielu akciju skaitu nav tipiski darījumi un, ņemot vērā zemo Latvijas akciju tirgus likviditāti un lielo starpību starp akciju pirkšanas un pārdošanas cenām, var izraisīt arī salīdzinoši būtiskas akciju cenu svārstības pieauguma vai samazinājuma virzienā, tādējādi tie var tikt traktēti kā tirgus manipulāciju mēģinājumi. Būtiski palielinoties nelielo darījumu skaitam, palielinās arī laika, kas tiek veltīts šādu darījumu apstrādei un izvērtēšanai, patēriņš. Līdz ar to būtisks ir automatizācijas un tehnoloģiju izmantošanas jautājums tirdzniecības uzraudzībai. Jauno tehnoloģiju (tostarp mākslīgā intelekta (*artificial intelligence*) un mašīnmācīšanās (*machine learning*)) attīstība un šo tehnoloģiju plašāka izplatība var sniegt arī jaunas iespējas aizdomīgu darījumu konstatēšanā un tirgus uzraudzībā.

No komunikācijas ar jauniem, nepieredzējušiem ieguldītājiem, kuri uzsākuši akciju tirdzniecību pēdējā gada laikā, secināms, ka visbiežāk viņu veiktie darījumi nav bijuši mēģinājumi manipulēt ar akciju cenām, bet gan izmēģināšana, lai saprastu, kā darbojas akciju tirgi, turklāt līdztekus tam ir arī nezināšana un neinformētība par tirgus ļaunprātīgas izmantošanas novēršanas finanšu tirgos regulējumu, kā arī sekām, kas var iestāties, ja tiek konstatēts tirgus ļaunprātīgas izmantošanas gadījums.

### 3.4. Ieguldītāju aizsardzība regulēto ieguldījumu jomā

Ieguldītāju aizsardzībā būtiski ir gan jautājumi, kas skar mazo akcionāru tiesības un to ievērošanu un plašāk aplūkoti citās sadaļās, gan arī jautājumi, kas saistīti ar ieguldītāju informēšanu, labākās izpildes nodrošināšanu, aizsargāšanu no neatbilstošu finanšu instrumentu iegādes un pārmērīgu risku uzņemšanās. ņemot vērā tehnoloģiju un jauno risinājumu straujo attīstību, digitālā vide (interneta mājaslapa, mobilā aplikācija) kļūst par galveno (reizēm pat vienīgo) pakalpojumu sniegšanas un komunikācijas kanālu, tāpēc svarīgi, ka sniegtie ieguldījumu pakalpojumi ir ne tikai viegli pieejami un ar nelielām pakalpojuma izmaksām plašākam klientu lokam, bet tiek nodrošināta arī ieguldītāju interešu aizsardzība, respektīvi, ieguldījumu pakalpojuma sniedzējs spēj šajā kanālā sniegt ieguldītājam pietiekami daudz informācijas par konkrēto finanšu ins-

trumentu, tā riska pakāpi, visām pakalpojuma izmaksām un piedāvāt tādus ieguldījumus, kas būtu atbilstoši ieguldītājam.

Kā viens no piemēriem, kad nepieciešami papildu ieguldītāju aizsardzības pasākumi, minama situācija saistībā ar ļoti riskantu finanšu instrumentu – bināro iespēju līgumu (BO) un cenu starpības līgumu (CFD) – aizliegumu un ierobežošanu privātajiem ieguldītājiem, jo gandrīz divas trešdaļas ieguldītāju zaudē naudu, izmantojot šādus finanšu instrumentus, un standarta regulācijas prasības un uzraudzības pasākumi nebija pietiekami, lai nodrošinātu privāto klientu aizsardzību. Sākotnēji Eiropas Vērtspapīru un tirgu iestāde (EVTI) ieviesa pagaidu ierobežojumus attiecībā uz BO piedāvāšanu un darījumiem ar CFD privātajiem klientiem, savukārt, beidzoties EVTI noteiktajiem ierobežojumiem, vairums Eiropas Savienības dalībvalstu (tostarp Latvija) noteica pastāvīgus ierobežojumus. Lai stiprinātu ieguldītāju interešu aizsardzību un noteiktu pastāvīgas prasības ieguldījumu brokeru sabiedrībām un kredītiestādēm attiecībā uz CFD reklamēšanas, izplatīšanas un pārdošanas privātajiem klientiem nosacījumiem un BO piedāvāšanas privātajiem klientiem aizliegumu Latvijā un no Latvijas, tika pieņemti FKTK noteikumi “Finanšu līgumu par starpību un bināro iespēju līgumu reklamēšanas, izplatīšanas un pārdošanas privātajiem klientiem ierobežojumu normatīvie noteikumi”<sup>51</sup>.

Līdz ar MiFID II un PRIIPs ieviešanu regulēto pakalpojumu jomā ieguldītāju aizsardzības jautājumiem pievērsta liela uzmanība, nosakot augstākas prasības, nekā tās bija iepriekš. FKTK īstenojot dialoga ietvaros no tirgus dalībniekiem izskanēja viedokļi, ka regulējošās prasības ir ļoti stingras, – tika norādīts uz regulētā tirgus pārmērīgu regulāciju vai lieliem izaicinājumiem saistībā ar ieviestajām jaunā regulējuma prasībām, kas savukārt negatīvi ietekmējis privātajiem klientiem pieejamo ieguldījumu produktu klāstu. Ieguldījumu pakalpojumu sniedzēji norāda, ka nav atbilstošas infrastruktūras un pieejas datiem mērķa tirgus noteikšanai, lai ievērotu produktu pārvaldības prasības, īpaši attiecībā uz vienkāršajiem finanšu instrumentiem (akcijām un obligācijām). Pārlietu stingras produktu pārvaldības prasības ir viens no iemesliem, kādēļ privātajiem klientiem pieejamo ieguldījumu produktu klāsts ir sarucis. Vēl viens no iemesliem mazākai ieguldījumu produktu pieejamībai šobrīd ir PRIIPs regulējuma prasības, jo nepietiekamas informācijas un vājas infrastruktūras dēļ privātiem klientiem vairs nav pieejams diezgan liels skaits finanšu instrumentu (tostarp fondi ārpus Eiropas Savienības, obligācijas), savukārt pamatinformācijas dokumentu (KID) nodrošināšana rada papildu izmaksas. Tāpat kā ieguldījumu produktu pieejamību ietekmējošie faktori norādīti profesionālā klienta statusa pēc pieprasījuma piešķiršana (darījumu apjomi statusa piešķiršanai), klientu kategoriju paplašināšana ar jaunu kategoriju – pusprofesionālais klients (*semi-professional client*) –, klientu atbilstības vērtēšanas kritēriji un informācijas pieejamības prasības.

Kā priekšlikumi ieguldījumu produktu pieejamības uzlabošanai minēti produktu pārvaldības prasību atvieglošana vai atcelšana vienkāršiem finanšu

<sup>51</sup> <https://likumi.lv/ta/id/316632-finansu-ligumu-par-starpibu-un-binaro-iespeju-ligumu-reklamesanas-izplatisanas-un-pardosanas-privatajiem-klientiem-ierobezojumu-normativie-noteikumi>.

instrumentiem un informācijas sniegšanas klientiem par pieejamajiem produktiem atvieglošana.

### 3.5. Alternatīvie ieguldījumi, to uzraudzība un ieguldītāju aizsardzība

Ieguldījumi alternatīvajos aktīvos pēdējos gados kļūst arvien populārāki, jo ieguldītāji meklē iespējas ieguldīt augstāka ienesīguma produktos, piemēram, kopfinansējuma platformās pieejamajos ieguldījumos, investīciju platformu tirgotajās kredītprasībās, dažādos kryptoaktīvos (kriptoalūtās, ICO (*Initial Coin Offering* jeb publisku finanšu līdzekļu piesaistīšana, emitējot jaunus kryptoaktīvus vai žetonus)). Lai arī minēto investīciju sagaidāmais ienesīgums ir augstāks nekā ieguldījumiem tradicionālajos finanšu instrumentos, augstāks potenciālais ienesīgums iet kopsolī ar daudz augstāku risku un krietni mazāku veikto ieguldījumu aizsardzību. Ja tā saukto regulēto ieguldījumu jomā ir gana plašs un visaptverošs regulējums, tad alternatīvo ieguldījumu jomā regulējums visbiežāk ir fragmentārs vai pat tikai tapšanas stadijā.

Alternatīvo ieguldījumu apjoma straujš pieaugums ir viens no iemesliem, kādēļ politikas veidotāji un uzraudzības iestādes pievērš tiem īpašu uzmanību, un šo ieguldījumu jomas sakārtošana atbilstoši spēkā esošajam regulējumam, kā arī regulējuma pilnveidošana vai jauna regulējuma izstrāde ir starp veicamajiem uzdevumiem, lai nodrošinātu šīs jomas uzraudzību un ieguldītāju aizsardzību.

Latvijā strauji attīstījušās investīciju platformas, kuras tirgo nebanku kredītētāju (pārsvārā dažādu valstu ātro kredītu kompāniju) kredītprasības, piesaistot arī lielu ārvalstu ieguldītāju skaitu. Šo ieguldījumu platformu realizētais kredītprasību tirdzniecības modelis nav uzskatāms par kopfinansējuma pakalpojumu sniedzēju platformu atbilstoši plānotajam kopfinansējuma regulējumam, tādējādi investīciju platformām jāsaņem ieguldījumu brokeru sabiedrības vai kredītiestādes licence. Vairums no šīm platformām ir pieteikušās ieguldījumu brokeru sabiedrības licences saņemšanai, un plānota platformās pieejamo kredītprasību pārveidošana par finanšu instrumentiem, kas saistīti ar aizdevumiem. Līdz ar ieguldījumu brokeru sabiedrības licences saņemšanu atbilstoši FITL prasībām tiks nodrošināta arī atbilstoša ieguldītāju interešu aizsardzība, ieguldītājiem iegādājoties šādus finanšu instrumentus.

Cits variants ir šāda veida platformu biznesa modeļa pielāgošana atbilstoši kopfinansējuma pakalpojuma sniegšanas veidam un būtībai (kolektīvās finansēšanas pakalpojumi uzņēmumiem) saskaņā ar plānoto Eiropas Savienības kopfinansējuma pakalpojuma regulējumu. Tirgus dalībnieku ieskatā joprojām saglabājas nenoteiktība un neskaidrība par kopfinansējuma platformām un to sniegtajiem pakalpojumiem, jo Eiropas Savienības regula vēl nav stājusies spēkā, savukārt Latvijas kopfinansējuma likuma izstrāde kavējas. FKTK savā Inovāciju centrā pērn (2020. gadā) ir nodrošinājusi vairākas konsultācijas potenciālajiem interesentiem, kuri vēlētos sniegt kopfinansējuma pakalpojumus, un, lai arī patlaban Latvijā nav nevienas šādas platformas, vairāki uzņēmēji sākuši darbu pie Eiropas Savienības regulas potenciālo pra-

sību izpildes. Turklāt papildus konsultācijām interesentiem pieejama arī Inovāciju smilškaite, kurā uzņēmumi var testēt vai pārbaudīt inovatīvus finanšu produktus, finanšu pakalpojumus vai uzņēmējdarbības modeļus saskaņā ar īpašu testēšanas plānu, par ko vienojušies ar FKTK. Uz regulatīvās smilškaistes nepieciešamību jaunu inovatīvu pakalpojumu, tostarp kryptoaktīvu un kryptoaktīvu platformu, attīstībā norādīja arī FKTK īstenotā dialoga dalībnieki.

Kriptoaktīvi un ICO ir starp tiem jaunajiem ieguldījumiem, par kuriem Inovāciju centrā pērn sniegtas konsultācijas interesentiem. Attiecībā uz kryptoaktīviem nākotnē plānota Eiropas Savienības regulējuma izstrāde. Eiropas Komisija 2020. gada septembra beigās nāca klajā ar tiesību akta priekšlikumu, kas precizētu spēkā esošo Eiropas Savienības noteikumu piemērošanu kryptoaktīviem, ieviestu izmēģinājuma režīmu kryptoaktīviem, uz kuriem attiecas šie noteikumi, un izveidotu jaunu Eiropas Savienības tiesisko regulējumu tiem kryptoaktīviem, uz kuriem šie noteikumi neattiecas.<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Priekšlikums Eiropas Parlamenta un Padomes regulai par kryptoaktīvu tirgiem un ar ko groza Direktīvu (ES) 2019/1937, COM(2020) 593, un priekšlikums Eiropas Parlamenta un Padomes regulai par izmēģinājuma režīmu tirgus infrastruktūrām, kuru pamatā ir sadalītās virsgrāmatas tehnoloģija, COM(2020) 594.



# **GALVENIE SECINĀJUMI**

I Pēc FKTK pasūtījuma veiktās aptaujas rezultāti liecina, ka gan kredītiestādes, gan esošo akcionāru ieguldījums būtu prioritārs finansējuma avots, ja uzņēmumam būtu nepieciešamas finanses. Esošie emitenti kapitāla tirgu ir norādījuši tikai kā trešo izvēli, bet potenciālie emitenti kā trešo izvēli norādījuši aizņēmumu no fiziskas vai juridiskas personas, kas nav kredītiestāde, tādējādi kapitāla tirgu atstājot tikai kā ceturto iespēju. Turklāt neviens no potenciālajiem emitentiem kapitāla tirgu kā finansējuma piesaistes avotu nav novērtējis par savu prioritāro izvēli. Emitentu aptaujās secinātais sasaucas arī ar FKTK īstenotā dialoga secinājumiem. Tā ietvaros norādīts, ka uzņēmumi kā primāro kapitāla piesaistes veidu izmanto kredītiestāžu aizdevumus. Tāpat norādīts, ka kredītiestādes ir ieinteresētākas piešķirt uzņēmumiem līdzekļus kredīta formā, nevis sniegtot investīciju banku pakalpojumus publisko līdzekļu piesaistīšanai.

I Latvijas kapitāla tirgū ir augsti attīstīta pamata infrastruktūra darījumiem ar finanšu instrumentiem (Birža, Depozitārijs), tomēr ieguldītājiem nav pieejami pietiekami mūsdienīgi, savstarpēji konkurējoši un finansiālā aspektā draudzīgi risinājumi darījumiem ar finanšu instrumentiem. Tas skaidrojams ar kredītiestāžu un ieguldījumu brokeru sabiedrību nelielo ieņēmumu apmēru no komisijas maksām (klientu skaitu), lai tās būtu vairāk ieinteresētas investēt mūsdienīgāku digitālo rīku attīstīšanā un ieviešanā ieguldījumu veikšanai.

I FKTK īstenotā dialoga ar kapitāla tirgus dalībniekiem ietvaros konstatētas problēmas saistībā ar normatīvo aktu izpildes uzraudzību, kas liecina par nepietiekamiem publiskajiem resursiem. Tāpat noskaidrots, ka nepieciešams rast risinājumu atsevišķu normatīvo aktu (piemēram, Koncernu likuma) izpildes publiskās uzraudzības neesamībai, kas ierobežo akcionāru tiesības saņemt pienācīgu informāciju no publiskas akciju sabiedrības. Publiskajai uzraudzībai korporatīvās pārvaldības jomā būtu jāaptver konkrēts jautājumu loks, un tai nevajadzētu būt atkarīgai no vietas (normatīvā akta), kurā konkrētais jautājums ir regulēts. Piemēram, ja publiskajai uzraudzībai būtu lietderīgi pakļaut visas ar akcionāru sapulču sasaukšanu saistītās informācijas publicēšanas prasības, tad likumā būtu jānosaka šāda uzrauga kompetence. Tas nozīmētu, ka publiskā uzraudzība aptvertu minēto jautājumu neatkarīgi no normatīvā akta, kurā šis jautājums regulēts (arī tad, ja kāds jautājums regulēts vairākos normatīvajos aktos).

I Tirgū nav pieejams, bet saskaņā ar FKTK dialoga ietvaros iegūto informāciju būtu svarīgs publisku uzņēmumu korporatīvās pārvaldības reitings, kas būtu izstrādāts uz konkrētu kritēriju bāzes un dotu ieguldītājiem, kā arī kredītiestādēm, izsniedzot aizdevumus saviem klientiem, iespēju vērtēt ieguldījumu atbilstību labas korporatīvās pārvaldības principiem. Ņemot vērā nākotnes tendences, reitingu, iespējams, varētu paplašināt, sasaistot to arī ar vides un ilgtspējas faktoriem. Pašlaik pieejamais korporatīvās pārvaldības ziņojums pamatā atspoguļo emitenta izpratni par korporatīvo pārvaldību sabiedrībā, sniedzot vienpusēju informācijas atspoguļojumu.

I Latvijas kapitāla tirgus piedāvājums neatbilst institucionālo investoru pieprasījumam, kas saistāms ar vairāku faktoru kopumu, kā, piemēram, apstākli, ka kapitāla tirgū esošie uzņēmumi ir neliela izmēra un tirdzniecības aktivitāte (likviditāte) neatbilst institucionālo ieguldītāju vajadzībām un interesēm. Ie-

guldēt zemākas kredītriska kvalitātes instrumentos, piemēram, VFPS līdzekļus, tas var radīt izdevumu slogu, kas nav atbilstošs VFPS normatīvajos aktos noteiktajam. Institucionālie investori uzsver arī tiesiskā riska iespējamību.

I Latvijas kapitāla tirgum nav piekļuves liela mēroga pasīvajām investīcijām, kas pamatā saistāms ar Latvijas neesamību starptautiska līmeņa indeksos (*MSCI*). Esamība indeksos un tā augstākajās kategorijās dod iespēju institucionālajiem investoriem replicēt vērtspapīru indeksu, tādējādi iegādājoties Latvijā emitētos vērtspapīrus. Centieni nodrošināt Latvijas esamību indeksos nav guvuši būtiskus panākumus, kas pamatā saistāms ar Latvijas kapitāla tirgus izmēru. Kapitāla tirgus dalībnieki norāda, ka būtu jāturpina mērķtiecīga rīcība, lai nodrošinātu pasīvās investīcijas vietējā kapitāla tirgū.

I Lai strauji attīstītu Latvijas kapitāla tirgu, nepieciešama labi kapitalizētu uzņēmumu ienākšana Latvijas kapitāla tirgū, kas nodrošinātu institucionālo investoru interesi un raisītu uzticību vietējam kapitāla tirgum. Dialoga ietvaros secināts, ka pozitīva piemēra radīšana varētu sākties no daļējas valsts kapitāla sabiedrību iekļaušanas regulētajā tirgū. Tāpat ir būtiski turpināt iesākto atbalsta instrumentu dalībai kapitāla tirgū attīstīšanu, primāri – programmu “Atbalsts mazo, vidējo komersantu finansējuma piesaistei kapitāla tirgos”. Programmā lielāks uzsvars liekams uz MVU akciju emitentu dalību regulētajā vai alternatīvajā kapitāla tirgū. Parāda vērtspapīru jomā vairāk atbalstāmas zaļās (*green*), kā arī sociālās (*social*) obligācijas.

I Nepieciešams izvērtēt iespējas izveidot kolektīvo ieguldījumu fondu (ieguldījumu fonda vai alternatīvo ieguldījumu fonda formā), kas veiktu ieguldījumus Latvijas kapitāla tirgus instrumentos, jo, neraugoties uz problēmām ieguldīt Latvijas kapitāla tirgū, dialoga ietvaros secināts, ka institucionālo un arī privāto investoru aktivitāte noteikti var būt lielāka. Alternatīvo ieguldījumu fonda izveide rosinātu institucionālos investorus apsvērt iespēju ieguldīt līdzekļus kolektīvo ieguldījumu fondā un sasauktos ar institucionālo investoru pārsvarā pasīvo pārvaldīšanas stratēģiju. Secināts, ka lielākie institucionālie investori labprāt izmantotu iespēju ieguldīt šādā fondā.

I Būtu nepieciešams pārskatīt esošo pensiju sistēmas modeli ar mērķi veicināt darba devēju pensiju uzkrājumu veikšanu, izvērtējot automātiskās iekļaušanas (*auto-enrolment*) iespēju, kā arī veicinot nodokļu atvieglojumus darba devēju iemaksām privātajos pensiju fondos, tādā veidā radot papildu uzkrājumu iespēju sabiedrības novecošanās problēmas risināšanai un vienlaikus uzkrātos līdzekļus novirzot investīcijām kapitāla tirgū.

I Būtiska daļa regulētā tirgus dalībnieku ir maza un vidēja izmēra uzņēmumi, kurus apgrūtina regulatīvais slogs, kas turpina pieaugt. Par apgrūtinājumu liecina arī SKDS aptaujā saņemtās bijušo un esošo emitentu atbildes, kurās norādīts, ka lielākās grūtības kapitāla tirgū saistītas tieši ar administratīvo slogu un primāri izmaksām, kas no tā veidojas. Šeit jāmin fakts, ka tiesisko regulējumu, kas ir saistošs Biržas emitentam, pamatā veido prasības, kuras izriet no Eiropas Savienības direktīvām un arī tiešā veidā piemērojamajām Eiropas Savienības regulām. Gan anketēšanas, gan dialoga ietvaros pozitīvi tika vērtēta potenciālā iespēja daļai no kapitāla tirgus dalībniekiem (akciju emitentiem)

pāriet no regulētā uz alternatīvo tirgu, tomēr esošais regulējums nosaka, ka nepieciešams izteikt obligāto akciju atpirkšanas piedāvājumu, tāpēc būtu jāmeklē risinājumi, kā emitentiem pāriet uz alternatīvo tirgu, vienlaikus ieguldītājiem nezaudējot veiktās investīcijas.

■ Mazākuma akcionāri ne vienmēr ir spējīgi celt prasību pret emitenta amatpersonām, kas saistāms ar nepieciešamo ieguldījuma apmēru sabiedrības pamatkapitālā. Dialoga ietvaros norādīts, ka iespējama risinājums būtu ieguldījuma naudas izteiksmē noteikšana kā kritērijs prasības celšanas iespējai. Tāpat norādīts, ka nepieciešams stiprināt neatkarīga padomes locekļa (iespējams, mazākuma akcionāru ievēlēta) un revīzijas komitejas lomu sabiedrības darbības uzraudzībā.

■ Privātie ieguldītāji nav aktīvi Latvijas kapitāla tirgū, kas saistāms ar privātpersonu zemo finanšu pratības līmeni ieguldījumu jomā. Kaut arī daļa iedzīvotāju ir uzkrājuši “drošības spilvenu” un viņiem ir brīvie līdzekļi, kurus ieguldīt, privātpersonām trūkst zināšanu, motivācijas vai pamudinājumu ieguldījumu veikšanai. Lai to veicinātu, ir jāuzlabo gan kopējais finanšu pratības līmenis, gan arī zināšanas un prasmes tieši ieguldījumu jomā, tādēļ pēc iespējas plašākam institūciju lokam ir jāiesaistās Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības stratēģijas 2021.–2027. gadam īstenošanā. Potenciālajiem ieguldītājiem ir jābūt ērti pieejamām ekspertu konsultācijām, iespējai gūt praktisku un skaidru izpratni par ieguldījumu veikšanas procesu, riskiem un ieguvumiem, kā arī iespējai iepazīt praktisku ieguldījumu veikšanu “smilšu kastē” jeb spēles formātā, izmēģinot dažādus ieguldījumu veidus, riskus utt.

■ Finanšu pratības veicināšana varētu būtiski paaugstināt tirgus likviditāti un vairot privāto ieguldītāju iespēju attīstīt Latvijas ekonomiku un investēt savus brīvos finanšu līdzekļus, vienlaikus iegūstot lielāku atdevi, nekā noguldot tos kredītiestāžu piedāvātajos depozītos. Tomēr dialoga ietvaros secināts, ka pirms ieguldījumu veikšanas ir būtiski izvērtēt dažādas piedāvātās ieguldījumu iespējas Latvijas kapitāla tirgū un šā tirgus riskus.

■ Trūkstot tirgus informācijai, lai nodrošinātu produktu pārvaldības un PRIIPs regulas prasību izpildi, bankas ir samazinājušas privātajiem ieguldītājiem pieejamo ieguldījumu produktu klāstu.

■ Ieguldītāju intereses veicināšanai par ieguldījumiem finanšu instrumentos nepieciešams pilnveidot nodokļu aprēķināšanas un ieturēšanas režīmu, lai tas neradītu papildu slogu ieguldītājiem. Reizē tas arī mazinātu administratīvo slogu Valsts ieņēmumu dienestam saistībā ar šo nodokļu ieturēšanas administrēšanu.

■ Analizējot aptaujas rezultātus kopumā visās emitentu grupās, secināms, ka svarīgākais ieguvums no vērtspapīru iekļaušanas Biržā uzņēmumu ieskatā ir augstāka uzņēmuma reputācija, ko pirmajā vietā ir ierindojušas visas emitentu grupas. Kā otro lielāko ieguvumu uzņēmumi ir norādījuši labākas finansējuma piesaistes iespējas, bet kā trešo lielāko ieguvumu – uzņēmuma atpazīstamības pieaugumu tam svarīgās mērķa auditorijās. Neskatoties uz to, ka kapitāla tirgus pamatā paredzēts resursu piesaistes funkcijas pildīšanai, emitenti kā galveno faktoru iekļaušanai Biržā norādījuši augstāku uzņēmuma reputāciju.



Iespēju akcionāriem brīvi pārvest un tirgot vērtspapīrus kā priekšrocību bijušie emitenti vērtējuši viszemāk, bet esošie un potenciāli emitenti nedaudz augstāk. Šis vērtējums norāda uz pozitīvām tendencēm saistībā ar to, ka uzņēmumi, iekļaujot vērtspapīrus Biržā, arvien vairāk novērtē arī savu akcionāru vai obligacionāru praktiskos ieguvumus (iespēju brīvi pirkt un pārdot vērtspapīrus), ne tikai ieguvumus, kas tiešā veidā attiecas uz pašu emitentu. Tas ļauj secināt, ka arvien vairāk tiek domāts un saskatīti arī ieguldītāju ieguvumi, tiem svarīgi aspekti tiek ņemti vērā un šāda uzņēmumu izaugsme vai domāšanas maiņa vieš cerības arī attiecībā uz citu ieguldītājiem svarīgu aspektu attīstību nākotnē, piemēram, pievēršot vairāk uzmanības labai korporatīvajai pārvaldībai un arī tādējādi sekmējot kapitāla tirgus attīstību.

Potenciālie emitenti piesardzīgi vērtē iespēju doties uz Biržu, jo tiem (īpaši MVU) nav pārliecības par privāto un institucionālo ieguldītāju interesi un iespējamo iznākumu attiecībā uz šo investoru piesaisti.

Biržā esošie mazie un vidējie emitenti, kas kapitāla tirgū nonākuši deviņdesmito gadu privatizācijas rezultātā, saskata mazāku ieguvumu no uzņēmumu reputācijas, atpazīstamības veidošanas vai jautājumiem, kas saistīti ar finansējuma piesaistes iespējām, nekā lielāki uzņēmumi un tie emitenti, kuru vērtspapīri iekļauti Biržā citu iemeslu dēļ. No aptaujas rezultātiem izriet izskaidrojums, kāpēc uzņēmumi, kuri Biržā ir privatizācijas rezultātā, saskata mazākus ieguvumus – šie uzņēmumi vienīgi bija atzīmējuši atbildes variantu, ka tie Biržā atrodas tā iemesla dēļ, ka nav vēlmes vai iespējas izteikt obligāto akciju atpirkšanas piedāvājumu, kuru atbilstoši šobrīd spēkā esošajam regulējumam ir pienākums izteikt, ja uzņēmums pieņem lēmumu izslēgt akcijas no Biržas. Daļa šādu uzņēmumu (38%) neplāno vai drīzāk neplāno palikt Biržā vēl vismaz trīs gadus vai ilgāk, tāpat lielākā daļa (70%) neplāno piesaistīt kapitālu, emitējot akcijas vai obligācijas.

Informācija par kapitāla piesaisti Biržā (t.sk. regulatīvajiem jautājumiem) ir pietiekama un saprotama kopumā 58% potenciālo emitentu, turpretī tā nav pietiekama un saprotama kopumā 32% potenciālo emitentu. Ņemot vērā saņemtās atbildes, jāsecina, ka būtu jāuzlabo publiskajos resursos pieejamā informācija par ieguvumiem, kas var būt, ja uzņēmuma pārvedami vērtspapīri ir iekļauti regulētajā tirgū, un jāizvērtē iespēja veidot atsevišķu sadaļu FKTK tīmekļa vietnē, kur ar vienkopus sniegtu informāciju var iepazīties tādi uzņēmumi, kas tikai apsver savu vērtspapīru iekļaušanu regulētajā tirgū. Lai uzlabotu informācijas pieejamību visām emitentu grupām, nepieciešama finanšu instrumentu tirgus dalībniekiem saistošā regulējuma strukturēšana, piemēram, nodalot tikai Biržas emitentam piemērojamo tiesisko regulējumu no tiesiskā regulējuma, kas saistošs tikai ieguldītājiem vai arī tikai ieguldījumu pakalpojumu un blakuspakalpojumu sniedzējiem.

Uzņēmumi par galveno iemeslu aiziešanai no Biržas minējuši tieši attiecībā pret uzņēmuma lielumu nesamērīgi augstas ikgadējās izmaksas, kas saistītas ar atrašanos Biržā, un pauduši viedokli, ka izmaksas kopumā ir bijis būtisks iemesls vērtspapīru izslēgšanai no Biržas. Kā nozīmīgākās izmaksas esošie emitenti norādījuši papildu personāla izmaksas, kam seko papildus radušās izmaksas saistībā ar uzņēmuma padomes un revīzijas komitejas izveidi, kā arī

finanšu pārskatu revīziju. Prakse rāda, ka uzņēmumi iespēju robežās mēģina ietaupīt līdzekļus, piemēram, nealgotot papildu personālu ikdienas komunikācijai ar ieguldītājiem vai padomes un revīzijas komitejas locekļiem nosakot minimālu atalgojumu u.tml. Tomēr šāds izmaksu ietaupījums var atstāt sekas, piemēram, nosakot nesamērīgi zemu atalgojumu revīzijas komitejai, var ciest uzņēmuma gada pārskatu kvalitāte vai palielināties riski, ka pārskatā tiek pieļautas būtiskas nepilnības.



# 10 SOLU PROGRAMMA

## 10 soļu programma Latvijas kapitāla tirgus attīstībai



### VFPS līdzekļu ieguldīšana Latvijas kapitāla tirgū, t.sk. valsts kapitālsabiedrību kapitālā

Jāizstrādā Kapitāla tirgus attīstības stratēģija, veicinot Finanšu sektora attīstības plānā noteiktā mērķa sasniegšanu – aktīvāku valsts kapitālsabiedrību dalību kapitāla tirgū. Stratēģijas izstrāde nodrošinās iespēju piesaistīt finansējumu valsts un pašvaldību kapitālsabiedrību attīstības projektu vajadzībām, izmantojot diversificētus finanšu piesaistes avotus, t.sk. piesaistīt kapitāla resursus akciju un obligāciju publiskas emisijas veidā. Lielu uzņēmumu dalība kapitāla tirgū radīs iespēju būtisku VFPS līdzekļu apmēru novirzīt vietējās ekonomikas stiprināšanai.



### Kvalitatīvas informācijas sniegšana potenciālajiem kapitāla tirgus emitentiem

Līdz 31.12.2021. jāizveido attīstības un atbalsta modelis, sniedzot iespēju emitentiem sagatavoties dalībai kapitāla tirgū akciju un obligāciju emisiju gadījumā. Kopā ar sadarbības partneriem jāpopularizē šī iespēja, kā arī jāorganizē diskusijas ar potenciāli ieinteresētajiem emitentiem, piesaistot dažādu jomu un nozaru speciālistus, lai sniegtu pilnīgu priekšstatu par kapitāla tirgu, iespēju piesaistīt resursus tajā un atgriezenisko saiti uzņēmuma vadībai.



### Pasīvo investīciju veicināšana Latvijas kapitāla tirgū

Jāizvērtē iespējas un jāizstrādā priekšlikumi, kā veicināt paplašinātu starptautisko pasīvo investīciju līdzekļu plūsmu Latvijā. Tas pavērtu iespēju mazajiem uzņēmumiem, kas savā darbībā izmanto ilgtspējīgus risinājumus, piesaistīt pasīvās investīcijas.



### Regulatīvā sloga audits un efektivizācija

Jāpārskata Latvijas normatīvie akti (Finanšu instrumentu tirgus likums, Komerclikums), izvērtējot, vai tajos emitentiem nav ieviestas stingrākas prasības salīdzinājumā ar regulējumu, kas izriet no Eiropas Savienības direktīvām (Atklātības prasību direktīva, Akcionāru tiesību direktīva). Stingrāka Latvijas regulējuma situācijā nepieciešams pārvērtēt tā pamatojumu un nepieciešamību. Vienlaikus jāpārvērtē stingrāku prasību nepieciešamība emitentiem salīdzinājumā ar citām kapitālsabiedrībām (piemēram, valdes un padomes locekļu minimālais skaits akciju emitentiem). Jauna regulējuma ieviešanā jāstiprina princips "Konsultē vispirms".



### Ieguldītāju interešu aizsardzības pilnveidošana un FKTK uzraudzības prioritāšu pārskatīšana

Jāpārskata un jāpilnveido Latvijas kapitāla tirgus ieguldītāju tiesību aizsardzī-

bas regulējums. Jāuzlabo aizsardzības mehānisma pielietošana praksē visu iesaistīto pušu līmenī. Jāstiprina uzraudzība tirgus manipulāciju un iekšējās informācijas izmantošanas jomā, veicinot labāku FKTK sadarbību ar tiesībaizsardzības iestādēm šādu pārkāpumu izmeklēšanā. FKTK uzraudzības prioritāšu noteikšanā jāuzklausā un jāņem vērā tirgus dalībnieku ieteikumi un priekšlikumi.



#### Labi pārvaldītu kapitāla tirgus dalībnieku identificēšana

Līdz 31.12.2022. jāizveido korporatīvās pārvaldības reitings par katru kapitāla tirgū esošu emitentu un jāvienojas par reitinga uzturētāju. Korporatīvās pārvaldības reitings palīdzēs izvērtēt ieguldījumu iespējas un pieņemt lēmumu par adekvāta ieguldījuma veikšanu.



#### Ieguldījumu aktivitātes veicināšana Latvijas kapitāla tirgū

Jāveicina ieguldījumu aktivitāte Latvijas kapitāla tirgū, 2021. gada laikā izvērtējot iespējas un sniedzot priekšlikumus par esošā nodokļu režīma pārskatīšanu (t.sk. saglabājot jau esošo akciju opciju un ieguldījumu konta regulējumu) un nodrošinot Latvijas nodokļu sistēmas konkurētspēju Baltijas līmenī. Jāizvērtē iespējas izstrādāt nodokļu atvieglojumu instrumentus, kas būtu vērsti uz institucionālo un privāto ieguldītāju ieguldījumiem tieši Latvijas kapitāla tirgū.



#### Latvijas sabiedrības finanšu pratības par ieguldījumiem veicināšana

Latvijas iedzīvotāju finanšu pratības stratēģijā 2021.–2027. gadam būtiska loma paredzēta finanšu pratības veicināšanai ieguldījumu jomā. Lai to īstenotu, institūcijām jāiesaistās stratēģijas ieviešanā, nodrošinot daudzveidīgas, izglītojošas, informējošas un iesaistošas aktivitātes dažādos kanālos, tostarp digitālajās platformās, par ieguldījumu jomu.



#### Objektīvas un analītiskas informācijas par ieguldījumu riskiem nodrošināšana

Jāizstrādā un jāievieš mūsdienīgs risinājums, lai uzskatāmā veidā informētu par riskiem, kas saistīti ar dažādiem ieguldījumu veidiem, un palīdzētu privātajiem ieguldītājiem izvērtēt konkrētu ieguldījumu veidu atbilstību ieguldītāja riska apetītei un finanšu pratības līmenim.



#### Ieguldījumu pakalpojumu sniedzēju iesaistes Latvijas kapitāla tirgū veicināšana

Jāizstrādā priekšlikumi aktīvākai ieguldījumu pakalpojumu sniedzēju iesaistei kapitāla tirgū. Jāizstrādā digitālie rīki, kas paredzēti ieguldītājiem, un jāveicina kopīgo pasīvās formas ieguldījumu veidošanas iespējas, lai veicinātu ieguldījumus pasīvā formā. Jāattīsta investīciju banku pakalpojumi Latvijā.