

საქართველოს ეკონომიკისა და  
მდგრადი განვითარების სამინისტრო



## რეგულირების გეგმავლის შეფასება საინვესტიციო ფონდების შესახებ

2020 წელი

# **რეგულირების ზეგავლენის შეფასება საინვესტიციო ფონდების შესახებ**

© საინვესტიციო ფონდების შესახებ რეგულირების ზეგავლენის შეფასების ანგარიში მომზადებულია საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს მიერ

## სარჩევი

შემაჯამებელი მიმოხილვა .....	6
1. პროცედურული საკითხები და კონსულტაციები დაინტერესებულ მხარეებთან....	9
2. პრობლემის განსაზღვრა .....	26
2.1. პოლიტიკის შინაარსი .....	26
2.2. 2030 წლის დღის წესრიგის ინტეგრირება .....	28
2.3. საკანონმდებლო ჩარჩო და სახელმწიფო პოლიტიკა .....	30
2.4. საბაზისო მდგომარეობის აღწერა .....	33
2.5. ლიტერატურის მიმოხილვა .....	38
3. მიზნების დასახვა .....	43
3.1. ზოგადი მიზნები .....	43
3.2. კონკრეტული და საოპერაციო მიზნები .....	43
4. ალტერნატივების შემუშავება .....	45
4.1. პოლიტიკის ალტერნატივები .....	45
4.2. შემოთავაზებული რეფორმა .....	46
5. ალტერნატივების გეგავლენის შეფასება .....	52
5.1 ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზი .....	54
5.1. მრავალკრიტერიუმიანი ანალიზი .....	60
5.2. გეგავლენის შეფასება .....	62
6. ალტერნატივების გეგავლენის შედარება .....	65
6.1. ეკონომიკური გეგავლენა .....	66
მონიტორინგი და განხორციელება .....	70
გამოყენებული ლიტერატურა .....	71
დანართი 1 .....	73
დანართი 2 .....	74
დანართი 3 .....	75

## დიაგრამები

დიაგრამა 1. ვადიანი დეპოზიტები ეროვნული და უცხოური ვალუტით (მლრდ. ლარი) .....	35
დიაგრამა 2. სესხები ეროვნული და უცხოური ვალუტით (მლრდ. ლარი) .....	35
დიაგრამა 3. საპროცენტო განაკვეთები ფულად და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე .....	36
დიაგრამა 4. საინვესტიციო ფონდების განვითარების გავლენათა ჯაჭვი .....	53

## ცხრილები

ცხრილი 1. პროექტის შემუშავების პროცესში ჩართული მხარეები .....	12
ცხრილი 2. დაინტერესებულ მხარეთა ინტერესის/ზეგავლენის რუკა .....	14
ცხრილი 3. დირექტივები, პრინციპები და დაახლოების განრიგი .....	27
ცხრილი 4. მდგრადი განვითარების ეროვნული ამოცანები .....	29
ცხრილი 5. კონკრეტული მიზნები და შეფასების ინდიკატორები .....	44
ცხრილი 6. ეკონომიკური ზეგავლენის მოდელის კოეფიციენტები .....	55
ცხრილი 7. ეკონომიკური ზეგავლენის პროექციის კომპონენტები .....	56
ცხრილი 8. პირველი ალტერნატივის სარგებელი (მლნ. აშშ დოლარი) .....	56
ცხრილი 9. პირველი ალტერნატივის დანახარჯები (მლნ. აშშ დოლარი) .....	57
ცხრილი 10. მეორე ალტერნატივის სარგებელი (მლნ. აშშ დოლარი) .....	58
ცხრილი 11. მეორე ალტერნატივის დანახარჯები (მლნ. აშშ დოლარი) .....	59
ცხრილი 12. მრავალკრიტერიუმული ანალიზის შედეგი .....	61
ცხრილი 13. შერჩეული ალტერნატივების შედეგები .....	62
ცხრილი 14. ალტერნატივების ზეგავლენის შეჯამება .....	63
ცხრილი 15. დისკონტირებული ხარჯ-სარგებელი 11 წლიან პერიოდში (მლნ. აშშ დოლარი) .....	65
ცხრილი 16. ეკონომიკური ზეგავლენის მოდელის კოეფიციენტები .....	67

## აკრონიმები

<b>AIFMD</b>	ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების აქტივების მმართველი კომპანიების შესახებ დირექტივა
<b>AUM</b> (Assets under management)	მართვის-ქვეშ მყოფი აქტივები
<b>CBA</b>	ხარჯ-სარგებლის ანალიზი
<b>Cost of Capital</b>	კაპიტალის დანახარჯი
<b>ESMA</b>	ევროპის ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების კომისია
<b>FATF</b>	ფინანსური ქმედების სპეციალური ჯგუფი
<b>FRC</b>	უცხოური ვალუტა
<b>FSMA</b>	ბელგიის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საზედამხედველო ორგანო
<b>GDP</b>	მთლიანი შიდა პროდუქტი
<b>G4G</b> (Governing for Growth in Georgia)	მმართველობა განვითარებისთვის
<b>IIFA</b>	საერთაშორისო საინვესტიციო ფონდების ასოციაცია
<b>IOSCO</b>	ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაცია
<b>KIID</b>	ინვესტორისათვის წარსადგენი ძირითადი საინფორმაციო დოკუმენტი
<b>NPV</b>	წმინდა მიმდინარე ღირებულება
<b>SDGs</b> (Sustainable Development Goals)	მდგარი განვითარების მიზნები
<b>UCITS</b>	მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების განსახორციელებლად შექმნილი საინვესტიციო ფონდი

## შემაჯამებელი მიმოხილვა

საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი საინვესტიციო ფონდების საკანონმდებლო ჩარჩოს არსებობა მნიშვნელოვნად შეუწყობს ხელს ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის განვითარებას, რამდენადაც ის იქნება ახალი გზამკვლევი ინვესტორებისთვის და ახალი ტიპის ინვესტიციებისთვის.

დღეს მოქმედი საქართველოს კანონი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ არ ასახავს საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკას და შესაბამისად, არ პასუხობს მთავარ გამოწვევებს. ამასთან, ევროკავშირთან გაფორმებულმა ასოცირების შესახებ შეთანხმებამ დამატებით საჭირო გახადა ახალი დებულებებისა და ნორმების საქართველოს კანონმდებლობაში ასახვა. შესაბამისად, დღის წესრიგში დადგა არსებული კანონმდებლობის გაუმჯობესებისა და ძირეული ცვლილებების განხორციელების საკითხი.

დონორთა მხარდაჭერით, საერთაშორისო და ადგილობრივი ექსპერტების, სახელმწიფო უწყებების, საქართველოს ეროვნული ბანკის, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეების და იურიდიული ფირმების ჩართულობით შემუშავდა კანონპროექტი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“.

ანგარიშში მოცემულია საერთაშორისო ლიტერატურის მიმოხილვა, სადაც ფასდება საინვესტიციო ფონდების მნიშვნელობა და მისი გავლენა ეკონომიკის სხვადასხვა მიმართულებებზე, კერძოდ, საინვესტიციო ფონდების გავლენა ეკონომიკის ზრდის მაჩვენებლებზე, დანაშოგებზე, ინვესტიციებზე, კაპიტალის ბაზრის განვითარებაზე, შრომის ბაზარზე და სხვა.

კვლევაში მოცემულია დაინტერესებულ მხარეებთან კონსულტაციების შედეგები. საჯარო და კერძო სექტორებს შორის დიალოგის ფორმატში გაიმართა „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონპროექტის სამუშაო ვერსიის განხილვა ექსპერტთა და ინტერესთა ჯგუფების აქტიური ჩართულობით.

ანგარიშში განისაზღვრა მთავარი მიზანი, რაც გულისხმობს საინვესტიციო ფონდების ბაზრის განვითარებას და ამ მიზნით შესაბამისი მარეგულირებელი წესების დადგენას. კონკრეტულ მიზნებს კი წარმოადგენს გრძელვადიანი და შედარებით იაფი რესურსის და ლიკვიდური ფინანსური ინსტრუმენტების გაჩენა, კერძოდ, როგორცაა საინვესტიციო ფონდებში განთავსებული აქტივების ზრდა; ემიტენტებისთვის კაპიტალის ხარჯის და ასევე, ემისიის ხარჯის შემცირება; აქციების და სასესხო ობლიგაციების გამოშვების ზრდა; მიწოდების, ლიკვიდობის, აქციებსა და სასესხო ობლიგაციებზე მოთხოვნის ზრდა და სხვ. ყოველი კონკრეტული მიზნისთვის განისაზღვრა შესაბამისი ინდიკატორები.

კვლევაში მიმოხილულია ის ალტერნატივები, რომელიც საჯარო კომუნიკაციის ფარგლებში შემოთავაზებული იქნა სხვადასხვა დაინტერესებული მხარის მიერ. საბაზისო სცენართან მიმართებით შეფასებული იქნა ორი ალტერნატივა. პოლიტიკის

პირველი ალტერნატივა სრულად ეფუძნება საერთაშორისოდ მოქმედ ძირითად პრინციპებს და შესაბამისობაშია UCITS-ის მარეგულირებელ დირექტივასთან. აღნიშნული ითვალისწინებს საინვესტიციო ფონდებისა და აქტივების მმართველი კომპანიების საქართველოში დაფუძნებასთან და მართვასთან, აგრეთვე, მათ მიერ ინვესტიციების განხორციელებასთან დაკავშირებულ სამართლებრივ ურთიერთობებს. მეორე ალტერნატივა პირველი ალტერნატივის ანალოგიურია, მხოლოდ მისგან განსხვავებით არ ითვალისწინებს საგადასახადო შეღავათების არსებობას. აღნიშნული გულისხმობს მოგების ორმაგი გადასახადის არსებობას, სადაც, ერთის მხრივ, იბეგრება საინვესტიციო ფონდის მოგება და მეორეს მხრივ, იბეგრება საინვესტიციო ფონდში გაწევრიანებული ინვესტორის მოგება სარგებლის მიღებისას.

ზეგავლენის შეფასების ნაწილში განხორციელდა პოლიტიკის ალტერნატივების სარგებლისა და დანახარჯის შეფასება ხარჯთსარგებლიანობის და მრავალკრიტერიუმული ანალიზის მეთოდით.

შესწავლილი იქნა საერთაშორისო საფინანსო კორპორაციის „განვითარებად ქვეყნებში საინვესტიციო ფონდების განვითარების“ კვლევა, რომელიც განიხილავს საინვესტიციო ფონდების განვითარების მოსალოდნელ გავლენებს. საინვესტიციო ფონდების განვითარების გავლენათა ჯაჭვის პირველ რგოლს პორტფელური ინვესტიციების ზრდა წარმოადგენს, რაც იწვევს საინვესტიციო ფონდების ლიკვიდურობის ზრდას, თავის მხრივ, იგი გავლენას ახდენს ფასიანი ქაღალდების ემისიის დანახარჯის შემცირებაზე, აღნიშნული ასტიმულირებს ფასიანი ქაღალდების ემისიების რაოდენობის ზრდას და შედეგად სახეზეა ბაზრის განვითარება - მიწოდების, მოთხოვნის, ლიკვიდურობის ზრდა.

ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზის ნაწილში შეფასდა თითოეული ალტერნატივის მოსალოდნელი სარგებელი და დანახარჯი 2020-2030 წლებისთვის. შეფასებული იქნა ეკონომიკური ზეგავლენის პროექციის კომპონენტები. მოცემული კვლევის მრავალკრიტერიუმული ანალიზის ნაწილში პოლიტიკის ალტერნატივები შეფასდა ეკონომიკური და სოციალური ზეგავლენის, საჯარო ფინანსების, ქვეყნისთვის საინვესტიციო რეიტინგის მიღების და განხორციელების შესაძლებლობის მიხედვით. ხუთივე კრიტერიუმს პრიორიტეტულობის მიხედვით მიენიჭა წონები. მოხდა ალტერნატივების ზეგავლენის შეჯამება და შედარება.

ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზიდან გამომდინარე, გამოიკვეთა პირველი ალტერნატივის უპირატესობა, რომლის წმინდა სარგებლის მიმდინარე ღირებულება აღემატება მეორე ალტერნატივის წმინდა სარგებელს. ასევე, მნიშვნელოვანი ფაქტორი გამოიკვეთა ფისკალური სარგებლის თვალსაზრისით. მრავალკრიტერიუმული ანალიზის შედეგებითაც პირველი ალტერნატივის უპირატესობა გამოვლინდა.

ქვემოთ მოცემულ ცხრილში წარმოდგენილია ალტერნატივების ზეგავლენის შედეგები მრავალკრიტერიუმული ანალიზის მიხედვით.

კრიტერიუმი	წონები	ალტ 1	ალტ 2
ხარჯთსარგებლიანობის შედეგი (NPV) (მლნ აშშ დოლარი)		42.79	42.39
ეკონომიკური ზეგავლენა	55%	2.05	0.95
სოციალური ზეგავლენა	10%	0.3	0.1
საჯარო ფინანსები	20%	0.8	0.2
საკრედიტო რეიტინგებში ქვეყნის საინვესტიციო რეიტინგის მიღება	10%	0.3	0.3
გარემოს დაცვა	N/A	N/A	N/A
განხორციელებადობა	5%	0.25	0.25
<b>ჯამი</b>		<b>3.70</b>	<b>1.80</b>



## **1. პროცედურული საკითხები და კონსულტაციები დაინტერესებულ მხარეებთან**

რეგულირების ზეგავლენის შეფასების პროცესის მნიშვნელოვანი ეტაპია სამუშაო ჯგუფის შექმნა, დაინტერესებულ მხარეებთან კონსულტაციები და კონსულტაციების შედეგების ანალიზი.

გამჭვირვალე და საჯარო კონსულტაციების პროცესი ხელს უწყობს დაგეგმვას, მტკიცებულებებზე დაფუძნებული პოლიტიკის შემუშავებას, ეფექტიანი საკანონმდებლო ჩარჩოს შექმნას და შედეგად, რეფორმის ქმედუნარიანობას. აღნიშნული პროცესი უმნიშვნელოვანესია იმ თვალსაზრისით, რომ შესწავლილი და გაანალიზებული იქნას პრობლემის არსი და სიმწვავე, ასევე, რა გავლენა აქვს იდენტიფიცირებულ პრობლემას სხვადასხვა ჯგუფზე, როგორია ამ ჯგუფების ზეგავლენა და ინტერესი პრობლემის მოგვარების პროცესში.

### **პროექტზე მუშაობის ისტორია და ქრონოლოგია**

საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს მიერ 2016 წელს ინიცირებულ იქნა საინვესტიციო ფონდების ახალ კანონმდებლობის პროექტზე მუშაობის დაწყება. აღნიშნული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ე.წ. მეორე მასტიმულირებელი ტალღა იქნებოდა, მას შემდეგ რაც ახალი დაგროვებითი საპენსიო სისტემა ამოქმედდებოდა.

თავდაპირველად პროექტს მხარდაჭერა USAID-მა გამოუცხადა. USAID G4G-ის პროგრამის ფარგლებში მოხდა ორი ექსპერტის მიმადგრაება აღნიშნულ პროექტზე - ერთი, კაპიტალის ბაზრის ადგილობრივი ექსპერტი, რომელიც პროექტს სამართლებრივ მხარდაჭერას გაუწევდა და მეორე, უცხოელი ექსპერტი, რომელიც საინვესტიციო ფონდების სამართლებრივ ჩარჩოს საუკეთესო დასავლური პრაქტიკის საფუძველზე მოამზადებდა. უცხოელმა ექსპერტმა პირველადი სამუშაო ვერსია ალბანეთის ახლად მიღებული საინვესტიციო ფონდების კანონთან დაახლოებული შესთავაზა ქართულ მხარეს, თუმცა ის არ შეესაბამებოდა ადგილობრივი ბაზრის განვითარებას, რადგან რიგი შეზღუდვები და საზედამხედველო ჩარჩო ქართული ბაზრის განვითარების დონიდან გამომდინარე ვერ შესრულდებოდა. შესაბამისად, აღნიშნულმა პირველადმა ვერსიამ გარკვეული მოდიფიცირება განიცადა, რომელიც უკეთ ასახავდა საინვესტიციო ფონდების ბაზრის რეალობას საქართველოში. კერძოდ, გამომდინარე იქიდან, რომ კოლექტიური საინვესტიციო ფონდების ბაზარი საქართველოში პრაქტიკულად არ არსებობდა, კანონპროექტის მოდიფიცირებული მიდგომები და ცვლილებები ემსახურებოდა ამ ბაზრის ჩამოყალიბების ხელშეწყობასა და განვითარებას.

2017 წლიდან პროექტში აქტიურად ჩაერთო საქართველოს ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდების ზედამხედველობის დეპარტამენტი. პროექტის შემდგომი მხარდაჭერის და აგრეთვე, ბაზრის საზედამხედველო ფუნქციების საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის შესწავლის მიზნით, მსოფლიო ბანკის დახმარებით პროექტში რამდენიმე საერთაშორისო ექსპერტი ჩაერთო, რომლებმაც საინვესტიციო ფონდებზე სამუშაო ჯგუფს მიაწოდეს მოსაზრებები და დეტალური მუხლობრივი კომენტარები, რის შედეგად პროექტი მნიშვნელოვნად დაიხვეწა და გაუმჯობესდა.

2018 წლისათვის USAID-ისა და ინვესტორთა საბჭოს ინიციატივით ჩამოყალიბდა ე.წ. სპეციალური სამუშაო ჯგუფი. სამუშაო ჯგუფი შედგებოდა ინვესტორთა საბჭოს წევრთა და USAID-ის ექსპერტებისაგან, აგრეთვე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებული მონაწილეებისგან, იურიდიული ფირმებისა და საინვესტიციო ფონდებისაგან. სამუშაო ჯგუფში, ასევე, შედიოდნენ საქართველოს ეროვნული ბანკის და საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს წარმომადგენლები. მსოფლიო ბანკის ექსპერტების მიერ მიწოდებული კომენტარების, ბაზრის მონაწილეთა და სხვა დაინტერესებულ მხარეთა პოზიციების შეჯერების შემდგომ ხდებოდა პროექტის გადამუშავება და ახალი ვერსიის წარდგენა დაინტერესებული მხარეებისთვის.

აღნიშნული პროექტის ფარგლებში USAID-მა უზრუნველყო იურიდიული კომპანიის წარმომადგენლების ჩართულობა საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონის პროექტიდან გამომდინარე, შესაბამისი კანონპროექტების იდენტიფიცირებისა და მომზადებისათვის.

2019 წლის ზაფხულში სამუშაო ჯგუფის ბოლო შეხვედრა შედგა საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროში. აღნიშნული შეხვედრის შემდგომ სამუშაო ჯგუფმა და ჩართულმა მხარეებმა არაერთი კონსულტაცია გამართეს საჯარო და კერძო სექტორს შორის დიალოგის პლატფორმის ფარგლებში.

კანონის პროექტის ბოლო სტადიაზე, პარლამენტში წარდგენამდე, მნიშვნელოვანი მოსაზრებები გამოთქვა მსოფლიო ბანკმა, საბანკო ასოციაციამ, ბიზნეს ომბუდსმენის ოფისმა, საქართველოს იუსტიციის სამინისტრომ და საქართველოს პარლამენტის იურიდიულ საკითხთა კომიტეტმა. საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრომ და საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა წარმოდგინილი მოსაზრებები და შენიშვნა განიხილა და გარკვეული არგუმენტაციის საფუძველზე მოახდინა მათი ნაწილის გათვალისწინება კანონის პროექტში.

### **პროექტის შემუშავების პროცესში ჩართული სამუშაო ჯგუფები და მხარეები**

პროექტის კანონშემოქმედებით პროცესში წამყვანი როლი შეასრულა საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრომ და საქართველოს ეროვნულმა

ბანკმა. სამინისტრომ, როგორც პროექტის ინიციატორმა და პარლამენტში წარმდგენმა, ხოლო ეროვნულმა ბანკმა, როგორც ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელმა. ორივე უწყება, გარდა აღნიშნულისა, ხელმძღვანელობდა მათთვის მინიჭებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების მანდატით.

კანონშემოქმედებითი პროცესის დროს, სხვადასხვა საჯარო უწყება, პროექტის სხვადასხვა ეტაპზე, კომპეტენციის ფარგლებში იყო ჩართული. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ შეიმუშავა ახალი საგადასახადო ჩარჩო, საქართველოს იუსტიციის სამინისტრომ უზრუნველყო ევროკავშირთან ასოცირების შეთანხმებით აღებული ვალდებულების ჯეროვნად შესრულებაზე კონტროლი, აგრეთვე სამინისტროს საქვეუწყებო დაწესებულების საჯარო რეესტრის მიერ იდენტიფიცირებული იქნა ერთობლივი საინვესტიციო ფონდებისა და ქვეფონდების სპეციფიური ბუნებიდან გამომდინარე, მათი რეგისტრაციის საკითხებთან მიმართებით არსებული ხარვეზები და მოხდა აღნიშნული საკითხების დარეგულირება. ასევე, წარმოდგენილ იქნა საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისისა და იურიდიულ საკითხთა კომიტეტის შენიშვნები. კერძოდ, საბიუჯეტო ოფისის მიერ მოწოდებული კომენტარების საფუძველზე დაზუსტდა პროექტის განმარტებითი ბარათების რიგი დებულებები, ხოლო იურიდიულ საკითხთა კომიტეტთან მჭიდრო თანამშრომლობით შევიდა არაერთი სამართლებრივი დაზუსტება, რამაც პროექტი უფრო მკაფიო და განჭვრეტადი გახადა.

კანონპროექტის შემუშავების პროცესში აქტიურად იყო ჩართული ბიზნესომბუდსმენის აპარატი, რომელმაც კერძო სექტორის მხრიდან დასმული საკითხები დააყენა დღის წესრიგში. პროექტის ავტორების მიერ მოხდა აღნიშნული საკითხების განხილვა და პროექტში ასახვა.

რაც შეეხება კერძო სექტორის ჩართულობას, ამისათვის კერძო სექტორს გააჩნდა ოთხი ძირითადი ფორმატი - ბიზნეს ომბუდსმენის აპარატი, რომელსაც კერძო სექტორის წარმომადგენლები აწვდიდნენ წერილობით კომენტარებს და შემდგომ აპარატი გადასცემდა ამ კომენტარებს ერთობლივად პროექტის ავტორებს. ასევე, კერძო სექტორის წარმომადგენლებს შეეძლოთ სხვადასხვა ბიზნეს ასოციაციების (ამ შემთხვევაში საბანკო ასოციაციის) სახით კომენტარების აკუმულირება და პროექტის ავტორებისათვის გადაცემა. გარდა ამ ორი საშუალებისა გამოიკვეთა დამატებით ორი უფრო ეფექტური კომუნიკაციის საშუალებაც, კერძოდ - ეს იყო ინვესტორთა საბჭოსთან ჩამოყალიბებული სამუშაო ჯგუფი, რომლის წევრებიც რეგულარულად იკრიბებოდნენ და მუხლობრივად გადიოდნენ კანონპროექტის ახალ ვერსიებს. სამუშაო ჯგუფს შეეძლო პირდაპირ რეჟიმში გაეცნო ავტორთათვის თავიანთი კომენტარები და განეხილათ ისინი ერთად. კერძო სექტორის ჩართულობის მეოთხე ფორმატს წარმოადგენდა ე.წ. საჯარო-კერძო დიალოგის (PPD) პლატფორმა. აღნიშნული პლატფორმის ფარგლებში ჩატარდა 4 შეხვედრა, აღნიშნულ შეხვედრაზე, გარდა კერძო სექტორისა და აღმასრულებელი

ხელისუფლების წარმომადგენლებისა, განხილვებში მონაწილეობას იღებდნენ საკანონმდებლო ორგანოს დეპუტატებიც.

ქვემოთ მოცემულ ცხრილში წარმოდგენილია ყველა იმ ორგანიზაციის ჩამონათვალი, რომელიც სხვადასხვა დროს, სხვადასხვა არხების საშუალებით იყო პროექტში მოწვეული და ჩართული.

ცხრილი 1. პროექტის შემუშავების პროცესში ჩართული მხარეები

ავტორები	დონორები	საჯარო ორგანიზაციები (ქვედანაყოფები)	კერძო სექტორი
საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	USAID	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	საქართველოს საფონდო ბირჟა
საქართველოს ეროვნული ბანკი	მსოფლიო ბანკი	საქართველოს იუსტიციის სამინისტრო	გალტ ენდ თაგარტი
	ინვესტორთა საბჭო	მთავრობის აპარატი	თიბისი კაპიტალი
		ბიზნესომბუდსმენის აპარატი	კაუკასუს კაპიტალი
		საქართველოს პარლამენტი	Heritage Securities
		საქართველოს პარლამენტის იურიდიულ საკითხთა კომიტეტი	საბანკო ასოციაცია
		საქართველოს პარლამენტის საფინანსო-საბიუჯეტო კომიტეტი	საქართველოს ბიზნეს ასოციაცია
		საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი	ევროპული ბიზნეს ასოციაცია
		აშშ საელჩო საქართველოში	ფინანსური ჩართულობის ორგანიზაცია კრისტალი
		საპენსიო სააგენტო	საქართველოსა და აზია-აფრიკის სავაჭრო-სამრეწველო პალატა

შვეიცარიის საელჩო საქართველოში	ვენჩერული კაპიტალის ასოციაცია
	საქართველოს ბანკი
	თიბისი ბანკი
	თანაინვესტირების ფონდი
	ალიანს გრუპი
	სინერჯი კაპიტალი
	Thales Investment
	DAI
	იურიდიული კომპანია BLC
	ნოდია, ურუმაშვილი და პარტნიორები
	დელოიტი
	Ernst and Young
	PwC
	PMCG
	არდი
	ბიზნესისა და ეკონომიკის ცენტრი
	ამერიკის სავაჭრო პალატა

გამომდინარე აქედან, დაინტერესებული მხარეები დაჯგუფდა ინტერესისა და ზეგავლენის მიხედვით.

ცხრილი 2. დაინტერესებულ მხარეთა ინტერესის/ზეგავლენის რუკა

ზეგავლენა / ინტერესი	დაბალი ზეგავლენა	მაღალი ზეგავლენა
მაღალი ინტერესი	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ინვესტორთა საბჭო</li> <li>- ბიზნეს ასოციაციები</li> <li>- საქართველოს საფონდო ბირჟა</li> <li>- საფინანსო ინსტიტუტები</li> <li>- საბანკო ასოციაცია</li> <li>- ბიზნესსომბუდსმენი</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო</li> <li>- საქართველოს ეროვნული ბანკი</li> <li>- საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო</li> <li>- საქართველოს იუსტიციის სამინისტრო</li> </ul>
დაბალი ინტერესი	<ul style="list-style-type: none"> <li>- მცირე აქციონერები</li> <li>- მსოფლიო ბანკი</li> <li>- USAID</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- საქართველოს პარლამენტი</li> <li>- საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციები</li> </ul>

პროექტზე თითქმის 4 წლიანი მუშაობის პერიოდში და კანონის პროექტის პარლამენტში ინიცირებამდე, გამართულ იქნა რამდენიმე ათეული შეხვედრა და მოეწყო 5-მდე საჯარო განხილვა.

როგორც არაერთხელ აღინიშნა, პროექტში კერძო სექტორის ჩართულობა თავდაპირველად გამოიხატა ინვესტორთა საბჭოსა და USAID-ის მიერ შექმნილ **სამუშაო ჯგუფში მათი მონაწილეობით**. ასეთ ფორმატში ავტორებთან ერთად ჯგუფმა მუხლობრივად არაერთხელ გაიარა კანონის პროექტი, სადაც შესაძლებელი იყო კომენტარების მიწოდება, რაზეც შემდგომ ავტორები კომენტარების გათვალისწინებაზე მსჯელობდნენ და ახალი ვერსიით წარუდგებოდნენ სამუშაო ჯგუფს.

ამ მხრივ აღსანიშნავია 2019 წლის ზაფხულში საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროში გამართული შეხვედრა. აღნიშნულ შეხვედრაზე ძირითადად წარმოდგენილი იყო კერძო სექტორი, საჯარო სექტორიდან კი იუსტიციის სამინისტროს წარმომადგენელი ესწრებოდა, რომელმაც ევროდირექტივებთან შესაბამისობის აუცილებლობაზე მიუთითა და პროექტისათვის სახელმძღვანელოდ გამოყენებული ორი დირექტივიდან (UCITS და AIFM) მხოლოდ ერთზე - UCITS-თან გასაკეთებელი შესაბამისობის ცხრილის აუცილებლობაზე გაამახვილა ყურადღება, ვინაიდან აღნიშნული დირექტივა ასოცირების შეთანხმების დანართის ნაწილია, ხოლო მეორე კი არა.

შეხვედრამდე პროექტი იწერებოდა პარალელურად ორ ენაზე - ინგლისურად და ქართულად. ინგლისურენოვან ვარიანტზე მუშაობდნენ მსოფლიო ბანკის ექსპერტები, შესაბამისად, დიდწილად ინგლისურ ვარიანტზე კეთდებოდა ექსპერტების მხრიდან

შინაარსობრივი კომენტარები. შეხვედრისათვის საქართველოს ეროვნული ბანკის მხრიდან მოხდა ქართული ტექსის შესაბამისობაში მოყვანა და მსოფლიო ბანკის რიგი კომენტარების გათვალისწინება. განხილული იყო აგრეთვე კომანდიტური საზოგადოების ჩამატების საკითხი, რომელსაც კერძო სექტორი მიესალმებოდა, თუმცა კომანდიტური საზოგადოების ორგანიზაციულ ფორმად გამოყენებისთვის აუცილებელი გახდა კანონპროექტში დამატებითი კონტექსტური ცვლილებების განხორციელება. აღნიშნული გარკვეულწილად ბოლო ეტაპზე დაიხვეწა პარლამენტის იურიდიულ საკითხთა კომიტეტის აპარატთან თანამშრომლობით. გარდა ამისა, სამინისტროს მხრიდან დღის წესრიგში დადგა საკითხი დია, დახურული და ინტერვალური საინვესტიციო ფონდების დეფინიციაში ერთეულების გამოშვების ინტერვალობის დადგენის შესახებ (რედაქციით რეგულირდებოდა მხოლოდ ერთეულების გამოსყიდვის საკითხი). აღნიშნული საკითხი საბოლოოდ გათვალისწინებულ იქნა პარლამენტში იურიდიულ საკითხთა კომიტეტის აპარატის მხრიდან დღის წესრიგში დაყენების შემდგომ. აღსანიშნავია აგრეთვე ამ საკითხზე მსოფლიო ბანკის კომენტარიც, რომელიც ემხრობოდა გამოშვების დაზუსტებას. მსოფლიო ბანკის და აგრეთვე ზოგიერთი მონაწილის მხრიდან გაჟღერდა ე.წ. ETF (exchange-traded-fund) რეგულირების საკითხი, რომელიც კანონში პირდაპირი ფორმით გამოკვეთილი არ იყო. აღნიშნული საკითხის გათვალისწინებისაგან მხარეებმა საბოლოოდ თავი შეიკავეს, რადგან ასეთ ტიპის ფონდის რეგისტრაცია/ავტორიზაცია ისედაც შესალებელი იქნებოდა. ასევე განხილული იყო AIFM დირექტივიდან ტერმინი „მარკეტინგის“ გამოყენება „შეთავაზების“ ნაცვლად, რომელიც განსახილველ რედაქციაში იყო ასახული. ბაზრის მონაწილეთა მხრიდან აღინიშნა, რომ ტერმინი შეუსაბამოა ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეალობასთან და მეტ დაბნეულობას შემოიტანდა, შესაბამისად ტერმინი კვლავ ჩანაცვლდა და დარჩა „შეთავაზება“.

კანონის პროექტმა აგრეთვე დაარეგულირა „საინვესტიციო კომპანიის“ ტერმინის გამოყენება - აღნიშნულის მიზანს წარმოადგენს პოტენციური ინვესტორების დაცვა და ბაზარზე „საინვესტიციო კომპანიის“, როგორც რეგულირებული საქმიანობის ფართოდ დანერგვა. შეხვედრაზე აღინიშნა, რომ რეგულაციამ შეიძლება გარკვეული პრობლემები შეუქმნას იმ არსებულ კომპანიებს, რომლებიც კანონის ამოქმედებამდე უკვე იყენებდნენ ტერმინს „საინვესტიციო კომპანიას“. შეხვედრაზე გაირკვა რომ 72 ასეთი იურიდიული პირი უკვე რეგისტრირებული იყო სამეწარმეო რეესტრში. მიუხედავად განსხვავებული აზრებისა, მხარეები შეხვედრაზე ტერმინის რეგულირების შენარჩუნებაზე შეთანხმდნენ. აღნიშნული არაერთხელ იქნა განხილული შემდგომ იუსტიციის სამინისტროსა და პარლამენტის სხვადასხვა კომიტეტის აპარატებთან და საბოლოოდ აღნიშნული გარდამავალ დებულებაში გამონაკლისის სახით ჩაიწერა. აღნიშნული გამონაკლისი არ იმოქმედებს, თუ კომპანიები საინვესტიციო ფონდის საქმიანობას განახორციელებენ, რადგან ამ შემთხვევაში ისინი პირდაპირ რეგულირებად საქმიანობაში ჩაერთვებიან და მოუწევთ მარეგულირებელი ორგანოსგან

რეგისტრაცია/ავტორიზაციის მოპოვება აღნიშნული სახელწოდებით საქმიანობის გასაგრძელებლად.

ჯგუფი შეეხო აგრეთვე სპეციალიზებული დეპოზიტარის საკითხს, კერძოდ, შენარჩუნდებოდა თუ არა სპეციალიზებული დეპოზიტარის ყოლის ვალდებულება, მხოლოდ ავტორიზებულ ფონდებზე და ხომ არ გავრცელდებოდა აღნიშნული ვალდებულება რეგისტრირებულ ფონდებზეც. ავტორებისაგან ცალსახად გაესვა ხაზი, რომ სპეციალიზებული დეპოზიტარი საჯარო შეთავაზების (გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორების) დაცვის ერთ-ერთ მექანიზმს წარმოადგენდა და ბაზრის განვითარების ამ ეტაპზე უფრო მკაცრი რეგულირება მხოლოდ შეაფერხებდა მას. აღნიშნული პოზიციის გადახედვა შემდგომ აღარ მომხდარა.

საუბარი აგრეთვე შეეხო საკითხს თუ რატომ იყო ამოღებული სექურიტიზაცია იმ სქემათა/წარმონაქმნების ჩამონათვალიდან, რომლებზეც არ გავრცელდებოდა კანონი. აღნიშნული ამოღებულ იქნა იმ მიზნით, რომ ზოგადად საქართველოს კანონმდებლობა ამგვარი დაფინანსების მექანიზმს არ იცნობდა და მითითება იქნებოდა გაუგებარი, თუმცა ბაზრის მონაწილეთა არაერთი მოთხოვნის შედეგად მოხდა აღნიშნულის გათვალისწინება კანონის საბოლოო რედაქციაში. მნიშვნელოვანი დრო დაეთმო კანონის პროექტში ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის სამართლებრივ ბუნებას. აღნიშნული ტიპის საინვესტიციო ფონდი იურიდიული პირის შეუქმნელად, სახელშეკრულებო სქემის სახით ფუნქციონირება და ამხანაგობის მსგავსია, თუმცა ამხანაგობისგან განსხვავებით მოითხოვს სხვაგვარ რეგულირებას, ასევე საჭიროებს გარკვეულ სარეგისტრაციო ამონაწერს, შესაბამისად მხარეები შეხვედრაზე შეთანხმდნენ, რომ აღნიშნული საკითხი დეტალურად შესწავლილ იქნებოდა საჯარო რეესტრთან ერთად, რომ ასეთი ტიპის საინვესტიციო ფონდს სრულყოფილი საქმიანობის განხორციელება შეძლებოდა.

ამასთან, ჯგუფმა განიხილა გათვითცნობიერებული ინვესტორის განმარტების გადახედვის შესაძლებლობა, თუმცა აღნიშნულზე სამუშაო ჯგუფი ვერ შეთანხმდა, რადგან ამგვარი ცვლილება საჭიროებს უფრო დეტალურ შესწავლას და ისტორიულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით გათვითცნობიერებულსა და გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორებს შორის სხვაობის დადგენას, გარდა ამისა საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის შესწავლას, რაც პროექტის მიღებას დროში გაწელავდა. მნიშვნელოვანია, რომ აღნიშნული განმარტება უდევს საფუძვლად კერძო და საჯარო შეთავაზებას შორის სხვაობას. აქამდე თუ რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდი შეძლებდა 99 გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორზე შეთავაზების გაკეთებას, სამუშაო ჯგუფი შეთანხმდა რომ ბაზრის დაცულობის უზრუნველსაყოფად ეს რიცხვი 20-მდე დაწეულიყო. ეს ერთგვარი კომპრომისი აღმოჩნდა ინვესტორთა დაცვასა და ბაზრის განვითარებას შორის, მაშინ როდესაც მსოფლიო ბანკის მხრიდან გაკეთდა მითითება, რომ ეს ნიშნული საერთოდ მოშლილიყო და რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდს



გაუთვითცნობიერებულ ერთ ინვესტორზეც კი შეთავაზების გაკეთება არ შეძლებოდა. აღნიშნული კი, შეაფერხებდა ბაზრის ჩამოყალიბებას და განვითარებას.

კანონის პროექტზე მუშაობის პერიოდში აღსანიშნავია ბიზნესისა და ეკონომიკის ცენტრის მხარდაჭერით განხორციელებული ე.წ. **PPD ფორმატის შეხვედრები**. სულ ჯამში ასეთი 4 შეხვედრა ჩატარდა. **პირველი შეხვედრა** 2019 წლის გაზაფხულზე საქართველოს პარლამენტში გაიმართა.

ღონისძიების მიზანი იყო საქართველოს მთავრობის მიერ, USAID/G4G-ის მხარდაჭერით შემუშავებული „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონპროექტის სამუშაო ვერსიის განხილვა, კანონპროექტის პარლამენტში ინიცირებამდე, ექსპერტთა და ინტერესთა ჯგუფების აქტიური ჩართულობით და კანონმდებელთა ინფორმირებული მონაწილეობის ხელშეწყობა რეფორმის დაგეგმვისა და განხორციელების ყველა ეტაპზე.

შეხვედრაზე მოხსენება გააკეთა საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს წარმომადგენელმა, რის შემდეგაც მოხდა საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონის პროექტის ზოგადი განხილვა. შეხვედრაზე პარლამენტის საფინანსო-საბიუჯეტო კომიტეტის თავმჯდომარემ ირაკლი კოვზანაძემ პროექტის მნიშვნელობაზეც ისაუბრა. მან აღნიშნა, რომ „კაპიტალის ბაზრის განვითარება ძალიან მნიშვნელოვანია ჯანსაღი კონკურენციის შექმნის, ერთი მხრივ, რესურსებზე წვდომის და მეორე მხრივ, რესურსების განთავსების ალტერნატიული საშუალებების განვითარების თვალსაზრისით“.<sup>1</sup>

საჯარო-კერძო დიალოგის ფორმატში მონაწილეობა მიიღეს პარლამენტის წევრებმა, დარგის ექსპერტებმა, აღმასრულებელი ხელისუფლების, საერთაშორისო ორგანიზაციების, კერძო სექტორისა და არასამთავრობო ორგანიზაციების წარმომადგენლებმა.

**PPD-ს რიგით მეორე ღონისძიება** გაიმართა საქართველოს ეროვნულ ბანკში 2019 წლის შემოდგომაზე<sup>2</sup>. აღნიშნული შეხვედრის მიზანი იყო კერძო სექტორის წარმომადგენლებთან კანონპროექტის განახლებული რედაქციის გავლა. აღნიშნულ შეხვედრა გახსნა საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტმა. შეხვედრას ესწრებოდა საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს წარმომადგენელი და დამსწრეებს წარედგინათ საინვესტიციო ფონდების ახლებური საგადასახადო რეჟიმი. მნიშვნელოვანი ყურადღება დაეთმო იმ დებულებას, რომელიც განსაზღვრავდა რეგისტრირებული ფონდის ჯამური აქტივების ზღვრულ ოდენობას, კერძოდ 150 მილიონი ლარის ოდენობას, რომლის მიღწევის შემდგომ რეგისტრირებულ ფონდს უნდა მიემართა მარეგულირებელი ორგანოსათვის ავტორიზაციის მიღების მიზნით. კერძო სექტორისგან წამოვიდა მოსაზრება, რომ აღნიშნული მოახდენდა რეგისტრირებული

<sup>1</sup> <http://www.parliament.ge/ge/saparlamento-saqmianoba/komitetebi/safinanso-sabiudjeto-komiteti-139/axali-ambebi-safinanso/irakli-kovzanadze-sainvesticio-fondebi-kapitalis-bazris-ganvitarebis-mnishvnelovani-rgolia.page>

<sup>2</sup> <https://www.facebook.com/media/set/?set=a.10156505404191078>

ფონდის შესაძლო იმ ინფორმაციის გასაჯაროებას, რომელიც ამგვარი ფონდის ინვესტორებს არ სურდათ და აგრეთვე, დამატებით საანგარიშგებო ტვირთს შეუქმნიდა. აღნიშნული რეგულირების მიზანი სისტემური რისკების მართვა იყო, თუმცა აღნიშნული ზღვარი შემდომ ამოიშალა, იმ არგუმენტით, რომ საქართველოს ეროვნულ ბანკს სისტემური რისკის თავიდან აცილების მიზნით კანონის საფუძველზე სხვა ღონისძიებების მიმართვა შეუძლია, რომელიც არ მოახდენს რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდისათვის დამატებით ინფორმაციის გამჟღავნების ვალდებულების დაკისრებას. გარდა ამისა, საბროკერო კომპანიებისა და კომერციული ბანკებისაგან გაჟღერდა სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართებით არაერთი შენიშვნა, კერძოდ, საინვესტიციო ფონდების კანონპროექტის მიხედვით სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციის შესრულების შემთხვევაში, ფინანსური ინსტიტუტი აქტივების შენახვის გარდა ვალდებული იქნება შეამოწმოს საინვესტიციო ფონდის მიერ განხორციელებული პოლიტიკის შესაბამისობა საინვესტიციო პოლიტიკასა და კანონმდებლობასთან. აღნიშნული კი ბაზრის მონაწილეთა მხრიდან ახალი და დამატებითი ფუნქციაა, რომელიც გარკვეულ რესურსებთან არის დაკავშირებული, შესაბამისად იყო შემოთავაზება შესაბამისობის კონტროლის ამოღების ან გადავადების. აღნიშნული შეთავაზება არ იქნა გათვალისწინებული ვინაიდან, სპეციალიზებულ დეპოზიტართან ურთიერთობის ვალდებულა აქვს მხოლოდ ავტორიზებულ ფონდს, რომელიც თავისი ერთეულების შეთავაზებას აკეთებს გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორებისათვის, შესაბამისად ასეთი ტიპის ფონდის კონტროლი და რეგულირების ჩარჩო უფრო მკაცრი უნდა იყოს ინვესტორთა დაცვის მანდატიდან გამომდინარე. შემოთავაზებულის გათვალისწინება აგრეთვე იქნებოდა UCITS დირექტივის სავალდებულო ნორმისგან მნიშვნელოვანი გადახვევა, რომელიც შესაბამისობის დადგენის პროცედურას სერიოზული ხარვეზის რისკს შეუქმნიდა, გარდა ამისა, სპეციალიზებული დეპოზიტარის UCITS-თან შესაბამისობის მოთხოვნის ზუსტი დაცვისაკენ მკაცრი მითითება მსოფლიო ბანკმაც გააკეთა. ყველა აღნიშნული არგუმენტის საფუძველზე შემოთავაზებული წინადადების გათვალისწინება ვერ მოხერხდა.

**რიგით მესამე PPD-ი 2020 წლის ზაფხულში ჩატარდა.** „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის პროექტი ღონისძიების პერიოდისთვის უკვე პარლამენტში იყო დარეგისტრირებული. აღნიშნული შეხვედრის ჩატარება იგეგმებოდა შესაბამისად 2020 წლის მარტში, თუმცა ახალი კორონავირუსის პანდემიის გამო ღონისძიება გადაიდო. აღნიშნულმა გავლენა იქონია აგრეთვე ღონისძიების ჩატარების ფორმაზეც, რაც გამოიხატა PPD-ის ონლაინ ფორმატში ჩატარებით<sup>3</sup>. ამჟამად ღონისძიებას დაესწრნენ, როგორც კერძო, ასევე საჯარო სექტორის წარმომადგენლები და დეპუტატებიც. აღნიშნულ შეხვედრაზე საქართველოს ეროვნული ბანკის წარმომადგენლებმა კიდევ ერთხელ გააცნეს ბაზარს საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონის ზოგადი

<sup>3</sup> <https://www.interpressnews.ge/ka/article/602785-irakli-kovzanaze-sainvesticio-pondebis-shesaxeb-kanoni-kveqanas-schirdeba/>

დებულებები. თუმცა ამჯერად ბაზრის მონაწილეებისათვის, კანონპროექტის რედაქცია უკვე ცნობილი იყო და შესაბამისად, შეხვედრაზე კონკრეტული დებულებების გარჩევის ნაცვლად, კერძო სექტორის წარმომადგენლებმა საკუთარი მოსაზრებები და მოლოდინები გააცნეს დეპუტატებს. ძირითადი აქცენტები გაკეთდა საინვესტიციო ფონდების ზედამხედველობას შორის და ბაზრის განვითარებას შორის სწორი ბალანსის დაცვაზე და იმგვარი რეგულაციების (კანონქვემდებარე აქტების) შემუშავებისგან თავის არიდებაზე, რომლებიც უფრო მკაცრი და შემზღუდავი მარეგულირებელ ჩარჩოს დანერგავდნენ. გამოითქვა სურვილი კონკურენციის გაძლიერებასა და უზრუნველყოფაზე, რაც გამოიხატება, ერთის მხრივ, სწორი საინფორმაციო კამპანიების წარმოებაზე. ასეთი კამპანიები მიზნად უნდა ისახავდნენ მოსახლეობაში საინვესტიციო ფონდების საქმიანობის ცნობადობის ამაღლებას, იმისათვის, რომ მათთვის უფრო გასაგები გახდეს ის მექანიზმები, თუ როგორ შეიძლება სახსრების დაზოგვა და ასევე, მოზიდვა საინვესტიციო ფონდების საშუალებით. საამისოდ შეთავაზებულ იყო რიგი ღონისძიებების გატარება, როგორცაა მიზნობრივი ტრენინგები, საჯარო ლექციები და კამპანიები.

**რიგით ბოლო, მეოთხე PPD** ღონისძიება აგრეთვე ონლაინ რეჟიმში გაიმართა და წინა შეხვედრის შემდგომ მალევე ჩაინიშნა<sup>4</sup>. აღნიშნული შეხვედრის მიზანი იყო კერძო სექტორს გაეცნო პარლამენტის წამყვანი კომიტეტისათვის და აგრეთვე, პროექტის ავტორებისათვის ის უკანასკნელი შენიშვნები, რაც მათ საბოლოო რედაქციასთან გააჩნდათ. შეხვედრაზე მხარეებმა კონკრეტული ის მუხლები განიხილეს, რომლებთანაც კერძო სექტორს გარკვეული შენიშვნები გააჩნდა. ამ შენიშვნების დიდი ნაწილი ტექნიკური ხასიათის იყო, რომელთა გათვალისწინებაც მოხერხდა. გარდა ამისა, ყურადღება გამახვილდა სამ შინაარსობრივ საკითხზე, რომლებზეც მხარეები ვერ შეთანხმდნენ. ერთ-ერთი საკითხი კვლავ ეხებოდა სპეციალიზებული დეპოზიტარისათვის შესაბამისობის დადგენის ვალდებულების მოხსნას და გარდა ამისა, ზიანის ანაზღაურების ვალდებულებას, რომელიც ასეთი განზრახ ან გაუფრთხილებლობით (მათ შორის, მარტივი გაუფრთხილებლობით) დარღვევის შემთხვევაში გაუჩნდება სპეციალიზებულ დეპოზიტარს. განზრახ და მარტივი გაუფრთხილებლობის საკითხზე შემოთავაზებულ იყო უხეში გაუფრთხილებლობის სტანდარტის შემოღება (რომელიც ნაკლებად მკაცრი სტანდარტია), თუმცა აღნიშნული არ იქნა გათვალისწინებული შემდეგი გარემოების გამო - დეპოზიტარის პასუხისმგებლობის მხოლოდ განზრახი ან უხეში გაუფრთხილებლობით განხორციელებული დარღვევებით შეზღუდვის თაობაზე ეწინააღმდეგება UCITS-ის დირექტივის 24-ე მუხლს, რომელიც დეპოზიტარს აკისრებს მკაცრ პასუხისმგებლობას ფინანსური ინსტრუმენტების დაკარგვით გამოწვეული ზიანისათვის, ხოლო ბრალეულ (განზრახვა ან გაუფრთხილებლობა) პასუხისმგებლობას - სხვა სახის ზიანისათვის.

<sup>4</sup> <https://www.facebook.com/BECinParliament/posts/10157080023581078>

ამასთან, ღირეტივა კრძალავს დეპოზიტარის პასუხისმგებლობის შეზღუდვას ხელშეკრულების საფუძველზე.

ყოველივე ეს ემსახურება ავტორიზებული (საჯარო) საინვესტიციო ფონდის ინვესტორთა დაცვას. შესადარებლად რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდს, რომელსაც არ ეკისრება დეპოზიტარის ყოლის ვალდებულება, ამ მხრივ კანონი უფრო ფართო სახელშეკრულებო ავტონომიას ანიჭებს. დეპოზიტარის პასუხისმგებლობასთან დაკავშირებით, მსგავსი მიდგომა მისაღებია IOSCO-ს პერსპექტივიდანაც (Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets (პარ. 76). მეორე შედარებით მნიშვნელოვანი საკითხი იყო, რომ გაკეთებულიყო დამუშავება, სადაც არსებული საბროკერო კომპანიები შეძლებდნენ აქტივების მმართველი კომპანიების ლიცენზიის მიიღებას და პირიქით. თუმცა, აღნიშნული შემოთავაზება არ იქნა გათვალისწინებული ევროკავშირში მოქმედი სამართლებრივი ჩარჩოდან გამომდინარე, რომელთან დაახლოების ვალდებულებაც საქართველოს გააჩნია და რომლის დებულებების მკაცრად დაცვისაკენ არაერთხელ მიუთითა მსოფლიო ბანკმა. კერძოდ, დაუშვებელია ერთდროულად ერთი ორგანიზაცია მოქმედებდეს როგორც საბროკერო კომპანია და აქტივების მმართველი კომპანია (იხ. UCITS-ის 6.2 და 114.1 მუხლები, AIFMD-ის 6.2 მუხლი). აღნიშნული მოთხოვნა მიზნად ისახავს ინტერესთა კონფლიქტის შემთხვევების მაქსიმალურად გამორიცხვას და აქტივების მმართველი კომპანიის ვალდებულების - იმოქმედოს ინვესტორთა საუკეთესო ინტერესებისათვის - რეალურად შესრულებას. ამ მიზნის მიღწევის ერთ-ერთი გზა, IOSCO-ს პრინციპების მიხედვით, არის აქტივების მმართველი კომპანიისათვის საინვესტიციო ფონდების მართვის (ე. წ. collective portfolio management) გარდა სხვა საქმიანობის აკრძალვა. UCITS-ის და AIFMD-ის ღირეტივებიდან გამომდინარე, კანონპროექტი ლიცენზირებულ აქტივების მმართველ კომპანიას აძლევს საინვესტიციო ფონდების მართვის გარდა დამატებით მხოლოდ შემდეგი საქმიანობის განხორციელების უფლებას: ა) საინვესტიციო პორტფელების, მათ შორის, საპენსიო ფონდების/სქემების პორტფელების მართვა, ინდივიდუალურად ინვესტორთა მიერ დისკრეციულად მინიჭებული უფლებამოსილების საფუძველზე; ბ) საინვესტიციო რჩევის მიცემა; გ) საინვესტიციო ფონდების ერთეულების შენახვა და ადმინისტრირება.

დამატებით, უნდა აღინიშნოს, რომ შემოთავაზებული საკანონმდებლო პაკეტით საბროკერო კომპანიას არ ეკრძალება აგრეთვე დაარსოს შვილობილი კომპანია, რომელიც აიღებს აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზიას და განახორციელებს კოლექტიური პორტფელის მართვას. შესაბამისად, კანონპროექტი, ისე როგორც ევროკავშირის ღირეტივები, არ შეიცავს არც ერთ ნორმას, რომელიც აკრძალავდა აქტივების მმართველი კომპანიისა და საბროკერო კომპანიის აფილირებას, თუმცა აღნიშნული არ ნიშნავს, რომ ამავდროულად დასაშვებია არის / უნდა იყოს ამ ორი ფუნქციის/ლიცენზიის ერთი პირის ქვეშ თავმოყრა. აგრეთვე დღის წესრიგში დადგა

გაუთვითცნობიერებელი და გათვითცნობიერებული ინვესტორების კლასიფიცირების გადახედვის საკითხი. აღნიშნული სხვაობა (გათვითცნობიერებულსა და გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორს შორის) საჯარო და კერძო შეთავაზების განმსაზღვრელი ფუნდამენტია, რომელიც საქართველოში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონით არის დარეგულირებული. აღნიშნული შემოთავაზება ეფუძნებოდა ბაზრის განვითარების დონითა და ინვესტორთა სიმწირის გამო, გათვითცნობიერებულ ინვესტორად კვალიფიკაციისათვის საჭირო ზღვრების შემსუბუქებას. აღნიშნული წინადადება „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის პროექტში არ იქნა გათვალისწინებული, რადგან მისი გამოყენება საინვესტიციო ფონდების რეგულირებას ცდება და ფასიანი ქაღალდების ფართო ბაზარს მიემართება. თუმცა აღნიშნული წინადადების განხილვის შესაძლებლობაზე გამახვლიდა ყურადღება კაპიტალის ბაზრის განვითარების ახალი სტრატეგიის ქრილში. თუ დადგინდება, რომ აღნიშნული ცვლილება შეძლებს ბაზრის სტიმულირებას და ამავდროულად ინვესტორთა დაცვის სტანდარტი და ზოგადად ფინანსური სისტემის მდგრადობა იქნება შენარჩუნებული ინვესტორთა კლასიფიკაციის დახვეწა მისაღები იქნება. ბოლოს ერთ-ერთი შინაარსობრივი კომენტარი გაკეთდა საინვესტიციო ფონდების ტიპის (ღია, დახურული და ინტერვალურის) გარდაქმნის დაშვებაზე. აღნიშნული კანონის პროექტში არ იყო გათვალისწინებული, რაც კერძო სექტორის მითითების შედეგად შეიცვალა.

როგორც ზემოთ იქნა აღნიშნული, მსოფლიო ბანკის ჩართულობამ პროექტი მნიშვნელოვნად გააუმჯობესა და საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკას დაახლოვა. ექსპერტებმა კანონის პროექტზე არაერთხელ გააკეთეს დეტალური, მუხლობრივი კომენტარი, რომელიც შემდგომ ავტორებს გაუზიარეს, ავტორებმა კი ის შემოთავაზებები, რომლებიც გაითვალისწინეს სამუშაო ჯგუფსა და კერძო სექტორთან ერთად განიხილეს. გამომდინარე იქიდან, რომ მსოფლიო ბანკს კანონპროექტის წერის პროცესში საკმაოდ დეტალური კომენტარები ქონდა გაკეთებული, ყურადღებას გავამახვილებთ მხოლოდ იმ ძირითად კომენტარებზე, რომლებიც **მსოფლიო ბანკმა DPO-ს სასესიო ხელშეკრულების გაფორმებამდე მიაწოდა პროექტის ავტორებს**. აღნიშნული კომენტარების გათვალისწინება სესხის მიღების ერთ-ერთი წინაპირობა იყო, შესაბამისად მათი მნიშვნელობა როგორც მსოფლიო ბანკისათვის აგრეთვე ქართული მხარისათვის განსაკუთრებით მაღალი იყო. ავტორებმა მჭიდროდ ითანამშრომლეს მსოფლიო ბანკის გუნდთან და მათი შენიშვნების უმრავლესობა გაითვალისწინეს. გათვალისწინებულ იქნა რეკომენდაცია, რომელიც შეეხებოდა რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდებისათვის აქტივების მმართველ კომპანიებზე იგივე ინტერესთა კონფლიქტის დებულებების გათვალისწინება, რაც ავტორიზებულ საინვესტიციო ფონდებზე ვრცელდებოდა. აგრეთვე მოხდა იმ რეკომენდაციის გათვალისწინება, რომელიც სპეციალიზებულ დეპოზიტარს ცალსახად უზღუდავს საინვესტიციო ფონდის აქტივების გამოყენებას საკუთარი მიზნებისათვის, შეზღუდვის გამონაკლისები კი დარეგულირდება საქართველოს ეროვნული ბანკის ნორმატიული

აქტივით. აღნიშნული მითითება უზრუნველყოფს უფრო ნათლად ინვესტორთა დაცვას და ევროდირექტივებთან შესაბამისობას. ნაწილობრივ მოხდა UCITS-ის საინვესტიციო აქტივების გამონაკლისების რეკომენდაციის გათვალისწინება, აღნიშნული ადგილობრივი ბაზრის განვითარების დონის გათვალისწინებითა და „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“ კანონის გამოცდილებით ვერ მოხდა. ბაზრის განვითარების ამ ეტაპზე უმჯობესია აღნიშნული მოწესრიგდეს რეგულაციით. გათვალისწინებულ იქნა აგრეთვე ერთეულების შეთავაზებისას მოგებისა და რისკის თანაბრად გამჟღავნების ვალდებულება. ვერ მოხერხდა აგრეთვე საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ სანქციერების გაცემის წესის ცვლილება, რადგან შემოთავაზებული ეწინააღმდეგებოდა საქართველოში დამკვიდრებულ პრაქტიკას, ხოლო ცვლილების შემთხვევაშიც კი სამართლიანი იქნებოდა მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ სრულიად შეიცვლებოდა საფინანსო სექტორის ზედამხედველობა და სანქციერების წესი, რაც „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის მიზნობრივ ფარგლებს ცდებოდა.

ყველა შემოთავაზებული რეკომენდაციის გათვალისწინება/არგათვალისწინების სტატუსი შეთანხმებულ იქნა მსოფლიო ბანკთან, რომლისგანაც მოწონებულ იქნა კანონის პროექტის საბოლოო ვერსია, რაც აგრეთვე მეტყველებს სასესხო წინაპირობის შესრულებაზე.

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის პროექტზე **იუსტიციის სამინისტროს ჩართულობაც** მნიშვნელოვანი იყო. მათ ორი მიმართულებით გაუწიეს ავტორებს რეკომენდაცია, ერთი იყო ევროკავშირის სამართალთან შესაბამისობის ცხრილის შეფასება, სადაც ყველა ტექნიკური მითითება იქნა გათვალისწინებული, ხოლო მეორე რეკომენდაციები შინაარსობრივი ხასიათის იყო. რეკომენდაციის საფუძველზე გაიმართა და უფრო მოქნილი გახდა ერთობილი საინვესტიციო ფონდების აღრიცხვის პრინციპი, სადაც საჯარო რეესტრი დაეყრდნობა საქართველოს ეროვნული ბანკის საინვესტიციო ფონდების რეესტრის მონაცემებს და ამგვარად დაარეგისტრირებს ერთობლივ საინვესტიციო ფონდებს. აგრეთვე საჯარო რეესტრის შემოთავაზების საფუძველზე ამოღებულ იქნა „საჯარო რეესტრის შესახებ“ კანონის პროექტი. აგრეთვე ამოღებულ იქნა ტრანსსასაზღვრო შერწყმის ნაწილი, რადგან აღნიშნულის მოწესრიგება ამჟამად არ რეგულირდება საქართველოში და გარკვეულ სამართლებრივ სირთულეებთან არის დაკავშირებული, რომელთა გადაჭრაც არის საჭირო ამგვარი ტრანზაქციის აღიარებისათვის. აგრეთვე გამარტივდა და დაიხვეწა ლიკვიდაციის პროცედურა. გამოსწორდა დროთა მიმართება ორ ფაქტს შორის, სადაც საინვესტიციო ფონდის ლიკვიდაციის დაწყების შესახებ ბრძანებას გამოსცემენ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი და აღნიშნული ლიკვიდაცია უნდა აისახოს ასევე მეწარმეთა რეესტრში. ასევე განმტკიცდა ერთობილი საინვესტიციო ფონდის სტატუსი, მას შემდეგ რაც მოხდა მითითება ცალკე მუხლის დამატების შესახებ სამოქალაქო

კოდექსში, შესაბამისად ერთობლივი საინვესტიციო ფონდი სამართლებრივად სრულიად გაემიჯნა ამხანაგობას.

კანონის პროექტი, პარლამენტში ინიცირებამდე, აგრევე, **შეფასდა ბიზნესომბუდსმენის აპარტის** მიერ. აღსანიშნავია, რომ მათგან მოწოდებული შენიშვნები და მოსაზრებები გარკვეულწილად პირდაპირ კერძო სექტორიდან მოდიოდა, შესაბამისად, მათ ამ გზითაც შეეძლოთ გამოეხატათ თავიანთი მოსაზრებები პროექტის მიმართ. მოწოდებული შენიშვნები ხშირ შემთხვევაში ტექნიკური ხასიათის იყო. არატექნიკური ხასიათის შენიშვნა იყო ერთ-ერთი, რომელიც ეხებოდა სპეციალიზებული დეპოზიტარის ფუნქციის შესრულებას საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ. აღნიშნულ კომენტარში ბუნდოვანი იყო თუ როგორ მოახდენდა მარეგულირებელი ამ შემთხვევაში ზედამხედველობას, თუ თავად შეასრულებდა ამ ფუნქციას. ჩანაწერი კომენტარის შედეგად არ შეცვლილა და განიმარტა, რომ სპეციალიზებული დეპოზიტარი წარმოადგენს ფინანსური ინსტიტუტის მიერ შესრულებად ფუნქციას, რომელსაც განიხილავს და ფუნქციის შესრულების უფლებას ანიჭებს საქართველოს ეროვნული ბანკი. ამგვარ ჩანაწერს აგრეთვე იცნობს ევროკავშირის კანონიც, ხოლო საქართველოს კაპიტალის ბაზრის განვითარების დონის გათვალისწინებით, ემსახურება დეპოზიტარული მომსახურების უწყვეტობის შენარჩუნებას და მხოლოდ გარკვეულ კრიტიკულ სიტუაციებში იქნება განხორციელებული. არაერთი რეკომენდაცია გაკეთდა განმარტებით ბარათში რიგი გარემოებებისა თუ დამატებითი ინფორმაციების დაზუსტებაზე, მაგალითად, როგორიცაა შემთხვევები, როდესაც საინვესტიციო ფონდს შეუძლია დააწესოს გამოსყიდვაზე გარკვეული შეზღუდვები და ასევე, დაკონკრეტდა თუ რას გულისხმობს საქართველოში შეთავაზება. კერძოდ, განიმარტა, რომ იმის განსასაზღვრად, ხორციელდება თუ არა უცხოური საინვესტიციო ფონდის ერთეულების საქართველოში შეთავაზება, მხედველობაში შეიძლება იქნეს მიღებული როგორც შეთავაზების ადრესატების წრე (მაგ., არიან თუ არა ადრესატები საქართველოს რეზიდენტი პირები), ისე შეთავაზების განხორციელების ადგილი ან/და საშუალებები და მათი კავშირი საქართველოსთან. აგრეთვე შენიშვნა იყო გაკეთებული საზედამხედველო ორგანოს უფლებამოსილებაზე სამართლებრივი აქტის საფუძველზე დააწესოს განსხვავებული მოთხოვნები აქტივების მმართველი კომპანიის ლიცენზირების, რეგისტრაციისა და აღიარებისათვის. აღნიშნული მითითება გათვალისწინებულ იქნა, რაც გამოიხატა ტერმინი „განსხვავებულის“ ამოღებით.

განსაკუთრებით დატვირთული და ვრცელი სამუშაო გასწიეს ავტორებმა კანონის პროექტზე მას შემდეგ რაც ის საქართველოს პარლამენტში დარეგისტრირდა. **იურიდიულ საკითხთა კომიტეტისა და წამყვანი კომიტეტის საფინანსო-საბიუჯეტო კომიტეტის** მიერ არაერთი შინაარსობრივი შენიშვნა იქნა მოწოდებული და ავტორების მიერ გათვალისწინებული. წამყვანი კომიტეტი ამ შემთხვევაშიც საკუთარი რეკომენდაციების გარდა კერძო სექტორის ფასილიტატორი გამოდიოდა და მათ



მოთხოვნებს კიდევ ერთხელ აყენებდა დღის წესრიგში, რომელთაგან გარკვეული რაოდენობის საკითხების საბოლოოდ გათვალისწინებაც მოხერხდა. აღნიშნული შენიშვნები საჯაროდ ხელმისაწვდომია საქართველოს პარლამენტის ვებ-გვერდზე<sup>5</sup>. აღსანიშნავია, აგრეთვე პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისის რეკომენდაციები, რომელთა საფუძველზეც პროექტის განმარტებით ბარათების სრულყოფა მოხდა.

იურიდიულ საკითხთა კომიტეტის შენიშვნების შედეგად დაიხვეწა საინვესტიციო ფონდის არსის განმარტება, კერძოდ, ახლებური რედაქციით ჩამოყალიბდა მე-4 მუხლი, რომელიც საინვესტიციო ფონდის არსს აყალიბებს, კერძოდ პირველ პუნქტში განსაზღვრულია საინვესტიციო ფონდის ზოგადი დებულება, ე.წ. „კოლექტიური საინვესტიციო სქემის“ ცნების შემოღებით, ხოლო ქვეპუნქტები უკვე კონკრეტულ შემთხვევებს განსაზღვრავენ თუ რა შემთხვევაში ჩაითვლება პირი ასეთად. აღნიშნული ერთ მუხლში უფრო მოქნილად და გასაგებად აყალიბებს საინვესტიციო ფონდის განმარტებას, რომელიც მე-2 მუხლიდან ამოვიდა და მე-2 მუხლში მხოლოდ ახალ მე-4 მუხლის დეფინიციასზე გადამისამართება დატოვა. აღნიშნულით ასევე დაიფარა არაერთი ტექნიკური შენიშვნა, რომელიც მიემართებოდა „სქემის“ ტერმინის გამოყენებას ცალკე, „ინდუსტრიული საქმიანობის“ ბუნდოვანებას, რაც შეიცვალა „ჩვეულებრივი საქმიანობით“ და აგრეთვე მუხლის ახალი რედაქციით ხაზი გაესვა, რომ მხოლოდ ის გარემოება, რომ კონკრეტული წარმონაქმნი აკმაყოფილებს მე-4 მუხლის პირველი პუნქტით გათვალისწინებულ რომელიმე ერთ კომპონენტს, არ არის საკმარისი პირობა მისი საინვესტიციო ფონდად მიჩნევისათვის. შესაბამისად, მხოლოდ ის კოლექტიური საინვესტიციო სქემები ჩაითვლებიან საინვესტიციო ფონდად, რომლებიც ინვესტორებისგან მოიზიდავენ კაპიტალს, აღნიშნული კაპიტალის განსაზღვრული საინვესტიციო პოლიტიკის შესაბამისად ინვესტორების სასარგებლოდ ინვესტირების მიზნით. ასევე დაიხვეწა ღია, დახურული და ინტერვალური საინვესტიციო ფონდების დეფინიციები, კერძოდ როგორც სამუშაო ჯგუფში იყო აღნიშნული ღია, დახურული და ინტერვალური საინვესტიციო ფონდები განისაზღვრა არა მხოლოდ ერთეულის გამოსყიდვის განსხვავებული რეგულირებით, არამედ ერთეულის შექმნის განსხვავებული პროცედურებით. მაგალითად დახურულ საინვესტიციო ფონდს ახალი ჩანაწერით, არ შეუძლია უწყვეტად გამოუშვას ერთეულები (რაც ღიას შეუძლია), ხოლო ინტერვალურს შეუძლია გამოუშვას სადამფუძნებლო დოკუმენტით გათვალისწინებული პროცედურით და სიხშირით, მაგრამ სულ მცირე წელიწადში ერთხელ. მნიშვნელოვანია ამ ნაწილში, იმის გათვალისწინებაც, რომ მეოთხე PPD-ის ფარგლებში ბაზრის მონაწილეთა თხოვნის საფუძველზე ინტერვალურ საინვესტიციო ფონდის მიერ ერთეულების შექმნისა და გამოსყიდვის ვალდებულების სიხშირეები გამიჯნა. აღნიშნული შენიშვნის გათვალისწინებამ, აგრეთვე შეძლო შემდგომი სხვა მრავალი შენიშვნისა და რეკომენდაციის გარკვეულწილად მოხსნა ან ავტომატურად

<sup>5</sup> <https://info.parliament.ge/file/1/BillPackageContent/27653>



გათვალისწინება. მრავალი იყო აგრეთვე ტექნიკური შენიშვნა, რომელთა უმრავლესობაც გათვალისწინებულ იქნა, მაგალითისთვის ტერმინოლოგიურად აღმოიფხვრა ისეთი სიტყვები, რომლებიც გაურკვევლობას სძენდა ტექსტს ან უკეთესი ქართული შესატყვისები გააჩნდათ - მაგალითისთვის განთავსება, ჩანაცვლდა შეთავაზებით, ხოლო პრუდენციული - კეთლგონივრულით.

„მეწარმეთა შესახებ“ კანონის პროექტში კომანდიტურ საზოგადოებასთან დაკავშირებული გარკვეული დებულებების გათვალისწინება ვერ მოხერხდა. კერძოდ, კანონში სიცხადისათვის გაკეთდა მითითება, რომ კომანდიტური საზოგადოების შემთხვევაში საზოგადოების წესდებით შეიძლება „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 9<sup>1</sup> მუხლის მე-10 პუნქტით განსაზღვრული ხმის უფლების გადანაწილების წესი შეიცვალოს. აღსანიშნავია, რომ საკითხის მოკვლევის დროს გაირკვა, კომანდიტური საზოგადოების, ზოგადად, როგორც მეწარმე სუბიექტის დაბალი გამოყენება, რაც კომანდიტურ საზოგადოებასთან მუშაობის პრაქტიკის სიმწირეზე მიუთითებდა და შესაბამისად, არსებული დებულების ვიწროდ ინტერპრეტირებით შეიძლება საინვესტიციო ფონდისათვის დაწესებულიყო არამიზნობრივი შეზღუდვა.

საქართველოს პარლამენტში ინიცირებამდე, საბოლოო ჯამში პროექტზე რამდენიმე ასეული აღრიცხული შენიშვნა და რეკომენდაცია გაკეთდა, რომელთაგან არც ერთი არ დარჩა არგუმენტირებული პასუხის გარეშე და რომელთაგან უმეტესობის გათვალისწინებაც მოხერხდა. პროექტზე 4 წლიანი მუშაობის პერიოდში, თითქმის უპრეცედენტო იყო კერძო სექტორის ჩართულობა, რომელიც მათთვის არაერთი პლატფორმის ხელმისაწვდომობითა და გამოყენებით გახდა შესაძლებელი. აგრეთვე აღსანიშნავია ის გამჭვირვალობა, რომელიც კერძო სექტორის ჩართულობას თან ერთვოდა. კერძო სექტორის გარდა მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანეს პროექტის დახვეწაში საჯარო და საერთაშორისო პარტნიორებმაც. საბოლოო ჯამში მიღებული კანონი შედგა და დაიწერა მაღალი ჩართულობის, გამჭვირვალობის და ანგარიშვალდებულების უზრუნველყოფით.

## 2. პრობლემის განსაზღვრა

გამჭვირვალე, საერთაშორისო სტანდარტებთან დაახლოებული ჩარჩოს პირობებში, ახალი მონაწილის - საინვესტიციო ფონდის არსებობა და ფუნქციონირება მნიშვნელოვნად შეუწყობს ხელს ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის განვითარებას, რადგან, საინვესტიციო ფონდები წარმოადგენენ მნიშვნელოვან ინსტიტუციურ ინვესტორებს კაპიტალის ბაზარზე.

უმნიშვნელოვანესია საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი ქართული კანონმდებლობის დახვეწა და მისი დაახლოება ევროკავშირსა და IOSCO-ს წევრ ქვეყნებში მოქმედ პრინციპებსა და ჩარჩოსთან. გამჭვირვალე ჩარჩოს არსებობის პირობებში, გამარტივდება საქართველოში საინვესტიციო ფონდებისა და აქტივების მმართველი კომპანიების დაარსება და მათი ფუნქციონირება. აგრეთვე, ახალი საკანონმდებლო რეგულაციები საშუალებას მისცემს უცხოურ საინვესტიციო ფონდებსა და აქტივების მმართველ კომპანიებს, რომ მოიპოვონ აღიარება და ამგვარად განახორციელონ საქმიანობა საქართველოში.

### 2.1. პოლიტიკის შინაარსი

2013 წელს მიღებული იქნა საქართველოს კანონი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“. არსებული მდგომარეობა ცხადყოფს, რომ მოქმედი კანონი არ ასახავს საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკას და შესაბამისად, არ პასუხობს მთავარ გამოწვევებს, რადგან იგი ამომწურავად ვერ არეგულირებს საინვესტიციო ფონდების საქმიანობასთან დაკავშირებულ მთელ რიგ საკითხებს, რაც აფერხებს საინვესტიციო ფონდების დაარსების და მათი სრულყოფილად ფუნქციონირების პროცესს.

შესაბამისად, დღის წესრიგში დადგა არსებული კანონმდებლობის გაუმჯობესებისა და ძირეული ცვლილებების განხორციელების საკითხი. დონორთა მხარდაჭერით დაიწყო მუშაობა კანონპროექტის შემუშავების პროცესზე. საქართველოს ეროვნულ ბანკთან გაფორმებული თანამშრომლობის ხელშეკრულების ფარგლებში მონაწილეობა მიიღეს ბელგიის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საზედამხედველო ორგანოს (FSMA) წარმომადგენლებმა. კანონპროექტის შემუშავებაში, USAID-ის მხარდაჭერით, ასევე, წვლილი შეიტანა G4G-ის (Governing for Growth in Georgia) პროექტის ფარგლებში დაქირავებულმა ექსპერტმა. გარდა ამისა, ინვესტორთა საბჭოს მიერ ორგანიზებული პერიოდული შეხვედრების ფარგლებში, კანონპროექტზე მუშაობის პროცესში აქტიურად იყვნენ ჩართულნი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები და იურიდიული ფირმები.

კანონპროექტზე მომუშავე ჯგუფის მთავარი მიზანი იყო შემუშავებინა ისეთი საკანონმდებლო ჩარჩო, რომელიც საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის

გათვალისწინებით უზრუნველყოფს საკანონმდებლო გარემოს ეფექტიანობის გაზრდას, ხელს შეუწყობს საინვესტიციო ფონდების ბაზრის განვითარებას, შესაბამისი წესების დადგენას და თავისუფალი კონკურენციის უზრუნველყოფას, აგრეთვე, საინვესტიციო ფონდების შექმნისა და მათ მიერ საქმიანობის განხორციელების მარეგულირებელი წესებისა და ინვესტორთა ინტერესების დაცვის სამართლებრივი საფუძვლების დადგენას. ამასთან, ევროკავშირთან გაფორმებულმა ასოცირების შესახებ შეთანხმებამ დამატებით საჭირო გახადა ახალი დებულებებისა და ნორმების საქართველოს კანონმდებლობაში ასახვა.

ქვემოთ მოცემულ ცხრილში შეჯამებულია საინვესტიციო ფონდებთან დაკავშირებული ევროკავშირის დირექტივა და გარდამავალი პერიოდისთვის საჭირო დრო.

**ცხრილი 3. დირექტივები, პრინციპები და დაახლოების განრიგი**

დირექტივა	განრიგი	სფერო	შენიშვნა
2009 წლის 13 ივლისის ევროპარლამენტისა და საბჭოს 2009/65/EC დირექტივა	6 წელიწადში	მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების განსახორციელებლად შექმნილ საწარმოსთან (UCITS) მიმართებაში კანონების, რეგულაციებისა და ადმინისტრაციული დებულებების კოორდინაცია.	დირექტივა გამოიყენება მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების განსახორციელებლად შექმნილი საწარმოების მიმართ, რომლებიც დაფუძნებულნი არიან წევრი სახელმწიფოების ტერიტორიების ფარგლებში.
კანონმდებლობის დაახლოება ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) <sup>6</sup> მიერ დადგენილ პრინციპებთან		IOSCO ფასიანი ქაღალდების სექტორში გლობალურ სტანდარტებს აწესებს და მის მიერ შემუშავებული ბაზრის რეგულირების პრინციპები, მთელ მსოფლიოშია აღიარებული. ორგანიზაციის წევრები ერთმანეთისთვის	აღნიშნული პრინციპების დანერგვის ვალდებულება, ასევე, გამომდინარეობს ასოცირების შესახებ შეთანხმების 116-ე მუხლის მე-3 პუნქტიდან.

<sup>6</sup> ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაცია (IOSCO) 1983 წელს ჩრდილოეთ და სამხრეთ ამერიკის 11 მარეგულირებელი ორგანოს მიერ დაარსდა. მისი სათავე ოფისი მდებარეობს მადრიდში. დღესდღეობით, ორგანიზაციაში 115-ზე მეტი ქვეყნის წარმომადგენელია გაერთიანებული, რომლებიც ჯამში მსოფლიოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის 95%-ზე მეტს არეგულირებენ.

		საუკეთესო პრაქტიკის გაზიარებითა და თანამშრომლობით უზრუნველყოფენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრების მეტ გამჭვირვალობას, სისტემური რისკების შემცირებასა და სექტორის მიმართ ინვესტორთა ნდობის ამაღლებას.	
--	--	--	--

## 2.2. 2030 წლის დღის წესრიგის ინტეგრირება

2015 წელს გაერო-ს მდგრადი განვითარების სამიტზე 193 წევრი ქვეყანა შეთანხმდა მდგრადი განვითარების დღის წესრიგის დოკუმენტზე „ჩვენი სამყაროს გარდაქმნა: 2030 წლის დღის წესრიგი მდგრადი განვითარებისათვის“. დღის წესრიგი აერთიანებს 17 მიზანს, 169 ამოცანას და მოიცავს მდგრადი განვითარების სამივე მიმართულებას, როგორცაა სოციალური, ეკონომიკური და გარემოსდაცვითი. 2030 წლის დღის წესრიგი ერთადერთი გლობალური დღის წესრიგია, რომლის შესრულებაშიც ყველა ქვეყანა თანაბრად ერთვება და რომლის მთავარი მიზანია „არავინ დარჩეს პროცესის მიღმა“.

2030 წლის დღის წესრიგი ეფუძნება 5 ძირითად პრინციპს, რომელიც არის სახელმძღვანელო ეროვნულ თუ საერთაშორისო დონეზე.

- ✓ **უნივერსალურობა:** მდგრადი განვითარების მიზნები ერთნაირად ეხება დაბალი, საშუალო და მაღალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებს;
- ✓ **ინტეგრირებული მიდგომა:** მდგრადი განვითარების (ეკონომიკური, სოციალური და გარემოსდაცვითი) სამი განზომილების დარეგულირება განზომილებებს შორის ურთიერთკავშირებისა და ურთიერთობების გათვალისწინებით;
- ✓ **პასუხისმგებლობის განაწილება:** ყველა მოთამაშემ – მთავრობებმა, სამოქალაქო საზოგადოებამ, კერძო სექტორმა, სამეცნიერო წრეებმა – საკუთარი კომპეტენციის გათვალისწინებით უნდა გაითავისოს პასუხისმგებლობა მიზნების შესრულებაზე;
- ✓ **არავინ დარჩეს პროცესის მიღმა:** 2030 წლის დღის წესრიგის შესრულებისას ყურადღება უნდა დაეთმოს ნაკლებად პრივილეგირებულ, მარგინალიზებულ ჯგუფებს;
- ✓ **ანგარიშვალდებულება/მონიტორინგი და შეფასება:** განხორციელების მიმდინარეობა უნდა იყოს შეფასებადი და შესაძლებელი უნდა იყოს პროცესისგან სწავლა, რათა შემუშავებული პოლიტიკა ეფექტური იყოს.

მდგრადი განვითარების მიზნების შესასრულებლად, საქართველოს მთავრობამ, ქვეყნის გამოწვევებისა და ეროვნული კონტექსტის გათვალისწინებით, შეიმუშავა გაეროს მდგრადი განვითარების მიზნების ნაციონალიზაციის ეროვნული დოკუმენტი, რომელიც მოიცავს 2030 წლის დღის წესრიგიდან გამომდინარე საქართველოს რეალობის გათვალისწინებით შემუშავებულ მდგრადი განვითარების მიზნებს, გლობალურ და ეროვნულ ამოცანებსა და ინდიკატორებს, საბაზისო მონაცემებს, მონაცემთა წყაროებს.

**ცხრილი 4. მდგრადი განვითარების ეროვნული ამოცანები**

<p><b>მიზანი 8: სტაბილური, ინკლუზიური და მდგრადი ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობა, სრული და პროდუქტიული დასაქმება და ღირსეული სამუშაო ყველასათვის</b></p>
<p><b>ქვე-მიზანი</b> <b>მიღწეული შედეგი</b></p>
<p>8.1. 2030 წლისთვის ერთ სულ მოსახლეზე ეკონომიკური ზრდის შენარჩუნება ეროვნული გარემოებების შესაბამისად.</p>
<p>8.2. 2030 წლისთვის ეკონომიკური პროდუქტიულობის უფრო მაღალი დონეების მიღწევა დივერსიფიცირების, ტექნოლოგიების განახლებისა და ინოვაციების მეშვეობით, მათ შორის მაღალი დამატებითი ღირებულებისა და იმ სექტორებზე ფოკუსირების მეშვეობით, რომლებიც მოითხოვს ინტენსიურ შრომას.</p>
<p>8.10. ქვეყნის ფინანსური ინსტიტუტების უნარის გაძლიერება, იმისათვის, რომ ხელი შეუწყოს და გააფართოვოს საბანკო, სადაზღვევო და ფინანსურ მომსახურებებზე საყოველთაო წვდომა.</p>
<p><b>მიზანი 9: მდგრადი ინფრასტრუქტურის შექმნა, ინკლუზიური და განვითარებული ინდუსტრიალიზაციისა და ინოვაციების ხელშეწყობა.</b></p>
<p>9.2. ინკლუზიური და მდგრადი ინდუსტრიალიზაციის ხელშეწყობა და 2030 წლისთვის დასაქმებასა და მთლიან შიდა პროდუქტში მრეწველობის წილის მნიშვნელოვანი ზრდა ეროვნული გარემოებების გათვალისწინებით.</p>

<p>9.3. მცირე და საშუალო ზომის სამრეწველო და სხვა მეწარმეობისთვის ფინანსურ მომსახურებებზე წვდომის გაზრდა და მათი ინტეგრირება საწარმოო ჯაჭვებსა და ბაზრებში.</p>
<p>9.5. სამეცნიერო კვლევების გაძლიერება, სამრეწველო სექტორების ტექნოლოგიური შესაძლებლობების განახლება, მათ შორის 2030 წლისთვის ინოვაციების წახალისება და ყოველ 1 მილიონ ადამიანზე კვლევებისა და განვითარების სფეროში დასაქმებულთა რაოდენობის, აგრეთვე საჯარო და კერძო კვლევებისა და განვითარების დანახარჯების მნიშვნელოვნად გაზრდა.</p>
<p>9.ბ. ადგილობრივი ტექნოლოგიის განვითარების, კვლევებისა და ინოვაციების ხელშეწყობა, ხელშემწყობი პოლიტიკური გარემოს უზრუნველყოფის ჩათვლით. მათ შორის, სამრეწველო დივერსიფიცირების და ფართო მოხმარების საქონლისთვის ღირებულების დამატების მეშვეობით</p>

### 2.3. საკანონმდებლო ჩარჩო და სახელმწიფო პოლიტიკა

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს პირველი კანონი, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, 2013 წელს გამოქვეყნდა, თუმცა არსებული კანონის ფარგლებში ქვეყანაში ვერ რეგისტრირდება საინვესტიციო ფონდი და მასზე საზედამხედველო ჩარჩოც არ არის სრულყოფილი. აღნიშნული კანონი წარმოადგენს მხოლოდ ზოგად დებულებებს და გარდა ამისა, საგადასახადო ჩარჩო რომელიც ორმაგ დაბეგვრას ითვალისწინებდა ვერ უწყობს ხელს კანონის ფუნქციონირებას. ამაზე ყურადღება არაერთმა საერთაშორისო ექსპერტმა გაამახვილა, რასაც მოყვა მათი რეკომენდაციები ახალი, გაუმჯობესებული საკანონმდებლო ჩარჩოს შემუშავებაზე. გარდა ამისა, ევროკავშირის ასოცირების შეთანხმების ფარგლებში დანართი XV-A-ს მიხედვით ე.წ. UCITS-ის დირექტივის მიხედვით, UCITS-ის საინვესტიციო ფონდის მომაწესრიგებელი ჩარჩოს შექმნა წარმოადგენდა ქართული მხარის ვალდებულებას.

საინვესტიციო ფონდების 2013 წლის კანონის ხარვეზებზე და ახალი კანონის მიღებაზე პირველად ყურადღება გამახვილდა 2015 წლის ADB-სა და USAID-ის ერთობლივად დაფინანსებულ კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკურ მოკვლევასა და რეკომენდაციებში. აღნიშნული მოკვლევა მიუთითებდა საგადასახადო ჩარჩოს დახვეწის საჭიროებაზე (ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილება) და აგრეთვე აღნიშნავდა საინვესტიციო ფონდების მნიშვნელობას კაპიტალის ბაზრის განვითარების კუთხით, კერძოდ, კერძო კაპიტალის ფონდების ტიპის ლატენტურ მოთხოვნაზე, რომელიც 2015 წლისათვის

გამოხატული იყო თანაინვესტირებისა და საპარტნიორო ფონდების აქტივობით. აღნიშნული მსხვილი ფონდების გარდა ბაზარზე, აგრეთვე, შედარებით მცირე (\$16-დან \$40 მილიონამდე) საინვესტიციო ფონდების აქტივობა შეიმჩნეოდა. აღნიშნული საინვესტიციო ფონდები დახურულია როგორც გაუთვითცნობიერებელი, აგრეთვე ხშირ შემთხვევაში, გაუთვითცნობიერებული ინვესტორებისათვის, შესაბამისად, წვდომა ალტერნატიულ კაპიტალზე მათი საშუალებით ვერ ხერხდებოდა.

2016 წლის გაზაფხულზე გამოქვეყნებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, ასევე, ხაზს უსმევს 2013 წლის „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის მრავალ ურთიერთგამომრიცხავ დებულებებზე, რაც შეუძლებელს და გაუგებარს ხდის ფონდების რეგულირების პრინციპის აღქმას. 2016 წლის სტრატეგიაში აგრეთვე აღნიშნულია, რომ კანონის ამოქმედებიდან ბაზართან არაერთი კონსულტაცია გაიმართა, სადაც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები და სხვა დაინტერესებული მხარეები გამოხატავდნენ საინვესტიციო ფონდების მიმართ დიდ ინტერესს, თუმცა 2013 წლის კანონის ფარგლებში ამ ინტერესის დაკმაყოფილება ვერ ხერხდებოდა. აღნიშნული სტრატეგია აგრეთვე მიუთითებს ევროდირექტივებთან დაახლოების ვალდებულებას და ახალი პროექტის შემუშავების აუცილებლობას, რომლის ძალისხმევაშიც მნიშვნელოვანი იქნებოდა დონორების მხარდაჭერა და საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინება.

განსაკუთრებით აღსანიშნავია მსოფლიო ბანკის ჩართულობა კაპიტალის ბაზრის განვითარების პროცესში. 2018 წელს მსოფლიო ბანკის მისიის ფარგლებში საინვესტიციო ფონდების მნიშვნელობაზე ორ დოკუმენტში იქნა ხაზი გასმული. კერძოდ, ერთ-ერთი, კაპიტალის ბაზრის განვითარების შეთავაზებაში აღნიშნავს კოლექტიური საინვესტიციო ფონდებისათვის სამართლებრივი და მარეგულირებელი ჩარჩოს დანერგვის მნიშვნელობაზე და აგრეთვე, ბაზრის ინფრასტრუქტურის ზედამხედველობის გაუმჯობესებაზე, რადგან აღნიშნული დაბრკოლებებს უქმნის და უარყოფით შედეგს იძლევა ინვესტიციების მობილიზებასა და ფინანსური სექტორისა და რეალური ეკონომიკის მდგრად განვითარებაში. ამავე ჭრილში მითითება კეთდება, რომ საქართველოს ეროვნულ ბანკს, საინვესტიციო ფონდების განვითარებასთან ერთად, აგრეთვე, დასჭირდება კაპიტალის ბაზრის რეგულირებისა და ზედამხედველობის გაძლიერება ბაზრის მონაწილეებთან მჭირდო კოლაბორაციით. ანგარიში აგრეთვე საბაზისო მაჩვენებლებს აყალიბებს და რეკომენდაციის სახით 2022 წლისათვის საინვესტიციო ფონდების გამართული ჩარჩოს არსებობას ისახავს. მისიის შემაჯამებელ დოკუმენტში, ყურადღება გამახვილებულია 2013 წლის კანონში ნათელი საზედამხედველო ჩარჩოს არარსებობაზე, აგრეთვე იმ დებულებების ნაკლებობაზე, რომელიც მიმართული იქნებოდა საერთაშორისო და ადგილობრივი ფონდების თანაბარი პირობების ხელშეწყობისაკენ. ნაკლოვანებაა დაფიქსირებული ინფორმაციის გამჟღავნებასა და გასაჯაროებაზეც, რომელიც საინვესტიციო ფონდმა საკუთარ



ინვესტორებს უნდა მიაწოდოს. 2013 წლის კანონში აგრეთვე არ არის გათვალისწინებული ლიცენზირების პირობები, კაპიტალის მოთხოვნები და ბაზრის შუამავლების როლი საინვესტიციო ფონდებთან მიმართებით. რეკომენდაციებში კიდევ ერთხელ აღნიშნულია საქართველოს ეროვნული ბანკის საზედამხედველო ფუნქციების სრულყოფის მნიშვნელობა ფონდების გამართული ფუნქციონირებისათვის და კანონის ამოქმედების შემდგომ საზოგადოების ინფორმირების აუცილებლობაზე.

ზემოთ აღნიშნული საერთაშორისო პარტნიორების მხარდაჭერის გარდა, აზიის განვითარების (ADB) და ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის (EBRD) მიერ საინვესტიციო ფონდების მნიშვნელობაზე არაერთხელ იქნა ხაზგასმული. აღსანიშნავია, რომ ADB-ს მხარდაჭერით ამჟამად ხორციელდება კაპიტალის ბაზრის განვითარების ახალი სტრატეგიის დაწერა, რომელიც განახლებული „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონს უჭერს მხარს. EBRD 2019-2020 წლებში აგრეთვე მუშაობდა ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკაზე, კერძოდ კი კაპიტალის ბაზრის ინფრასტრუქტურის გამოკვლევაზე. აღნიშნულ ანგარიშში არაერთხელ არის ხაზგასმული საინვესტიციო ფონდების არ არსებობა ბაზარზე და ახალი კანონის მიღების მნიშვნელობა. კერძოდ კი, საინვესტიციო ფონდების არსებობა და მათი მომსახურება ადგილობრივ კაპიტალის ბაზრის ინფრასტრუქტურულ მონაწილეებში გააჩენს დამატებითი შემოსავლის მიღების პოტენციალს. გარდა ამისა, საუბარია საინვესტიციო ფონდების პოტენციალზე კაპიტალის ბაზრის საინვესტიციო ციკლის სრულყოფაზე, კერძოდ, კაპიტალში შესვლისა და გასვლის მექანიზმებზე, მაგალითად, ფონდის გასვლა კომპანიებიდან საფონდო ბირჟის საშუალებით ან სხვა ფონდებზე კომპანიის გაყიდვით, მეორე მხრივ, კი კერძო კაპიტალის ფონდების სტრუქტურის შემთხვევაში სხვადასხვა შემოსავლიანობისა და რისკის ბალანსის დაცვით კომპანიებში კაპიტალის დაბანდებით.

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ ახალ კანონზე მუშაობამ საჭირო გახადა და საფუძველი ჩაუყარა კაპიტალის ბაზრის განვითარებისათვის ისეთი ახალი ინსტრუმენტების შემუშავებას, როგორცაა სექიურიტიზაციის მეშვეობით გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები და აგრეთვე, უზრუნველყოფილი ობლიგაციები. აღნიშნულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს შეუძლიათ აქტივების ლიკვიდობის ზრდა და აქამდე მიუწვდომელი აქტივების ინვესტორთათვის შეთავაზება. ეს კი საჭირო ხდება ამჟამად მწირი საინვესტიციო აქტივებიდან გამომდინარე. ასევე მოსალოდნელია, რომ ბაზარზე საინვესტიციო ფონდების გაჩენით, გაიზარდოს მოთხოვნა გამჭვირვალე და ლიკვიდურ ინსტრუმენტებში. ზუსტად ამ კუთხით არის განხილული ძველი და ახალი საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონები, ძველის გამოუყენებლობა, ხოლო ახლის შეფასება აღნიშნული ინსტრუმენტების დანერგვის მიზნით. აღნიშნული ანგარიშები მომზადდა USAID-ის პროგრამის G4G-ის ფარგლებში 2018 წელს, სადაც დაქირავებულმა ლუქსემბურგელმა ექსპერტებმა შეაფასეს 2013 წლის „საინვესტიციო ფონდების



შესახებ“ კანონი როგორც სექიურითიზაციის მექანიზმის ხელშეწყობისათვის შეუთავსებადი. მიუხედავად ამისა, ჯგუფის მიერ მიმდინარე კანონის პროექტზე შეფასება გაკეთდა, რომ კანონპროექტი სექიურითიზაციის მექანიზმების გაჩენას ხელს ვერ შეუწყობდა, თუმცა ეს ავტორებისა და ბაზრის მონაწილეების მიერ განზრახ გაკეთებული იყო, რადგან თავდაპირველი პრიორიტეტი მიენიჭა უფრო მარტივი ფინანსური ინსტრუმენტის - საინვესტიციო ფონდის შექმნას, ხოლო გეგმის მიხედვით ამგვარი სტრუქტურირებული ფინანსური ინსტრუმენტის გაჩენა, საინვესტიციო ფონდების სამართლებრივი ჩარჩოს შემდგომ უფრო გამართლებული იქნებოდა. 2020 წლის USAID-ის ახალ ანგარიშში აღნიშნულია ახალი საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონის უპირობო უპირატესობები და ეკონომიკის სტიმულირებისათვის მისი მნიშვნელობა. ანგარიშში იდენტიფიცირებულია საინვესტიციო ფონდების შემდგომი განვითარებისათვის საჭირო ნაბიჯები, საინფორმაციო კამპანიები და აგრეთვე, საჭირო ინსტრუმენტების შექმნა - იგივე სექიურითიზაციის მექანიზმის სამართლებრივი ჩარჩოს დანერგვა.

#### **2.4. საბაზისო მდგომარეობის აღწერა**

საქართველოს მთავრობის მიზანია დაუახლოოს ქვეყნის კანონმდებლობა ასოცირების შეთანხმების XV-A დანართით განსაზღვრულ 2009 წლის 13 ივლისის ევროპარლამენტისა და საბჭოს 2009/65/EC დირექტივას მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების განსახორციელებლად შექმნილი საწარმოს (UCITS) შესახებ, შეთანხმების ძალაში შესვლიდან 6 წლის ვადაში (2020 წლის 1 სექტემბრამდე), კანონპროექტის მიღების გარეშე კი, საქართველო ვერ შეძლებს სრულად შეასრულოს ასოცირების ხელშეკრულებით ნაკისრი ვალდებულება. ამასთან, ცვლილებების განხორციელების გარეშე, საქართველო სრულად ვერ დანერგავს ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) მიერ შემუშავებულ, საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელ პრინციპებს.

#### **მაკროეკონომიკური და საინვესტიციო გარემო**

2018 წელს, მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალურმა ზრდამ 4.8% შეადგინა, ხოლო 2019 წლის საშუალო ზრდამ 5.0% შეადგინა. ზრდაში უდიდესი წვლილი - 1.2% პროცენტული პუნქტი (პ.პ.) საბითუმო და საცალო ვაჭრობაზე მოდის, ასევე, მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალურ ზრდაში კვლავ მაღალი წილი დაიკავა უძრავ ქონებასთან დაკავშირებულმა საქმიანობებმა და 0.8 პ.პ შეადგინა.

2019 წელს, თავის მხრივ, ნომინალურ მშპ-ში ყველაზე მაღალი წილი, ასევე, ვაჭრობასა და უძრავ ქონებასთან დაკავშირებულ საქმიანობებზე მოდის, შესაბამისად, 14.3% და 11.5%. 2019 წელს ეკონომიკურ ზრდას მნიშვნელოვანწილად ძლიერი საგარეო მოთხოვნა

განსაზღვრავდა. ქვეყანაში შემოსულ უცხოელ ვიზიტორთა გაზრდილი ნაკადი განსაკუთრებით პოზიტიურ გავლენას ახდენდა უძრავი ქონებით ოპერაციებზე, რესტორნებსა და სასტუმროებზე და ტრანსპორტის დარგებზე.

2019 წელს, წინა წლების მსგავსად, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების ძირითადი წყარო კვლავ წმინდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები იყო. საქართველოში განხორციელებულმა პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა დაახლოებით 1.3 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა. უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების უდიდესი ნაწილი განხორციელდა საფინანსო, ენერგეტიკის და სასტუმროების და რესტორნების მიმართულებით, ხოლო წინა წელთან შედარებით, ინვესტიციები უმეტესად გაზრდილია სასტუმროების და რესტორნების, ენერგეტიკის და სამთომოპოვებით მრეწველობაში.

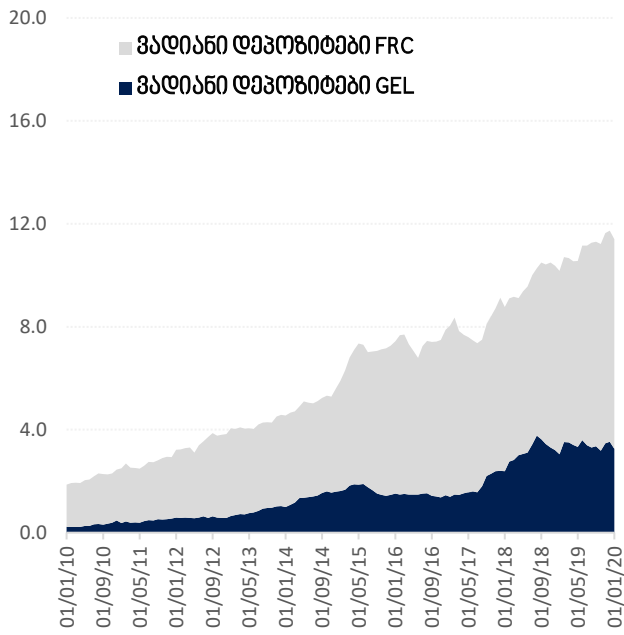
ქვეყნის მდგრადი ეკონომიკური ზრდის თვალსაზრისით, უმნიშვნელოვანესია ფინანსური სისტემის სტაბილურობა და გამჭვირვალობა. საქართველოს მთავრობის ერთ-ერთი პრიორიტეტია ლარიზაციის ზრდა, ვინაიდან ლარიზაცია ქვეყანაში მაკრო-ფინანსური რისკების შემცირებისა და საგარეო მოწყვლადობის მიმართ მდგრადობის გაზრდის წინაპირობას წარმოადგენს.

ლარიზაციის წამახალისებელი რეფორმები ქვეყანაში ეტაპობრივად ხორციელდება. ამ მიმართულებით, 2018 წელს ეროვნულმა ბანკმა ლარით სახსრების მოზიდვის დამატებითი წახალისების მიზნით, ლარით მოზიდულ სახსრებზე მინიმალური სარეზერვო ნორმა 7-დან 5 პროცენტამდე შეამცირა, ხოლო უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრებისათვის სარეზერვო მოთხოვნა 20 პროცენტიდან 25 პროცენტამდე გაზარდა.

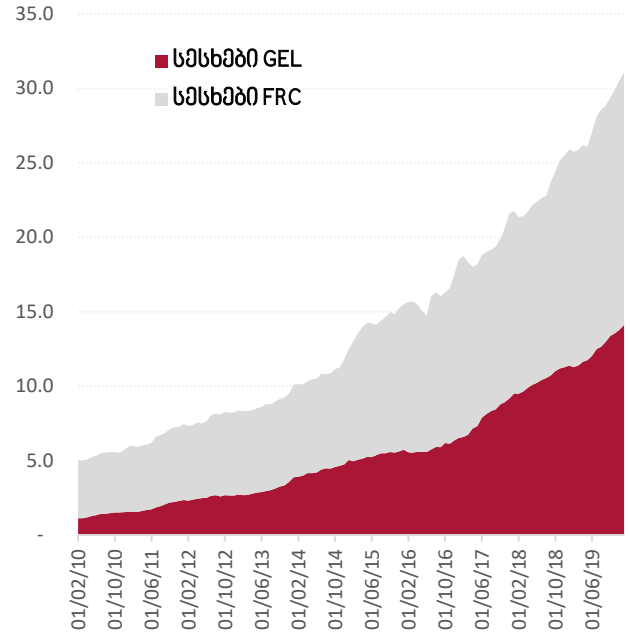
მნიშვნელოვანია დეპოზიტების ზრდის დადებითი დინამიკა. 2010 წლიდან 2020 წლამდე ეროვნული ვალუტით მოზიდული ვადიანი დეპოზიტების მოცულობა საშუალოდ 134%-ით გაიზარდა და ნომინალში 2020 წლის პირველი იანვრისთვის 3.3 მილიარდ ლარს გაუტოლდა, ხოლო უცხოურ ვალუტაში მოზიდული დეპოზიტების მოცულობამ 8.1 მილიარდ ლარს მიაღწია (საშუალო წლიური ზრდა 118%-ს გაუტოლდა). 2019 წლის ბოლოსთვის ვადიანი დეპოზიტების მთლიანმა მოცულობამ 11.4 მილიარდ ლარს მიაღწია.

2019 წლის ბოლოსთვის ეროვნული და უცხოური ვალუტით გაცემული სესხების მოცულობამ 30.1 მილიარდი ლარი შეადგინა, მათ შორის, ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხების მოცულობამ მთლიან სესხებში 45% შეადგინა.

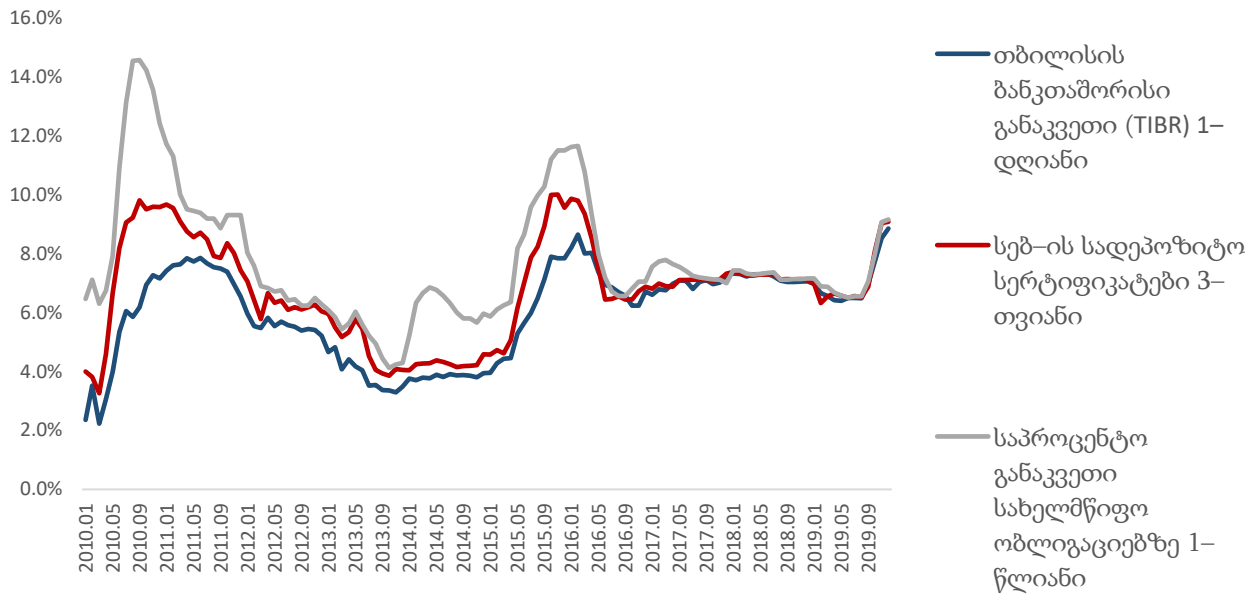
**დიაგრამა 1. ვადიანი დეპოზიტები ეროვნული და უცხოური ვალუტით (მლრდ. ლარი)**



**დიაგრამა 2. სესხები ეროვნული და უცხოური ვალუტით (მლრდ. ლარი)**



დიაგრამა 3. საპროცენტო განაკვეთები ფულად და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე



ქვეყნებისთვის, განსაკუთრებით განვითარებადი ქვეყნებისთვის, რომლებიც საკუთარი კაპიტალის სიმწირით გამოირჩევიან, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ინვესტიციების მოზიდვა. თავად პოტენციური ინვესტორებისთვის კაპიტალდაბანდების პროცესში გადამწყვეტია სარგებლის დონე და საიმედოობა.

საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ხელმისაწვდომობისათვის ქვეყნებს ენიჭებათ სუვერენული საკრედიტო რეიტინგები. ქვეყნის საკრედიტო რეიტინგი საიმედოობის მაჩვენებელია - ის ინვესტორებს აწვდის ინფორმაციას, თუ რამდენად სარისკოა კონკრეტულ ქვეყანაში ინვესტიციების განხორციელება ან ამ ქვეყნის სახელმწიფო და კერძო სექტორისთვის ფულის სესხება. თავად რისკების შეფასება, ეკონომიკურთან ერთად, პოლიტიკურ ფაქტორებსაც მოიცავს. საკრედიტო რეიტინგებს განსაკუთრებით გავლენა აქვს საერთაშორისო სასესხო კაპიტალსა და პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე. რაც მეტია რეიტინგი, მით უფრო ნაკლებ პროცენტში აქვს ქვეყანას სესხის აღების შესაძლებლობა, ხოლო პოტენციურ ინვესტორებს უადვილებს გადაწყვეტილების მიღების პროცესს.

დღეისათვის ბევრი ორგანიზაცია (სააგენტო) ანიჭებს ქვეყნებს საკრედიტო რეიტინგებს, მათ შორის ყველაზე გავლენიანია: Fitch, Moody's და Standard & Poor's (S&P).

რეიტინგის განსაზღვრისას საკრედიტო სააგენტოები მსგავსი მეთოდოლოგიით სარგებლობენ. ფასდება შემდეგ მაჩვენებლები:

- ✓ **ვალი:** სახელმწიფო და ქვეყნის ვალი მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) მიმართ, საგარეო ვალის წილი მთლიან ვალში, ვალის მომსახურება მშპ-ის მიმართ, უცხოური რეზერვები მოკლევადიანი ვალების მიმართ, უცხოური ვალუტის რეზერვები იმპორტის მიმართ, ვალის გადახდის ხანგრძლივობა;
- ✓ **ეკონომიკა:** მშპ, ერთ მოსახლეზე მშპ, რეალური მშპ-ის ზრდის ტემპი, მშპ-ის სექტორული განაწილება;
- ✓ **საგარეო ვაჭრობა:** ქვეყნის დიაობა ვაჭრობისა და კაპიტალის მიმართ, საგადასახდლო ბალანსი, ვალი ექსპორტის მიმართ, რეალური და ნომინალური გაცვლითი კურსი;
- ✓ **მონეტარული გარემო:** ინფლაციის დონე და სამიზნე მაჩვენებელი, შიდა საპროცენტო განაკვეთი, ფულის მასა, კრედიტების მოცულობა;
- ✓ **მთავრობის ბიუჯეტი:** შემოსავლები და ხარჯები, დეფიციტი მშპ-ის მიმართ, დეფიციტის ტრენდი, ხარჯები მშპ-ის მიმართ, დანაზოგები მშპ-ის მიმართ;
- ✓ **საშინაო პოლიტიკა:** კოალიციური მთავრობა, საზოგადოების მხარდაჭერა მთავრობის მიმართ, პოლიტიკური სტაბილურობა, საარჩევნო წელი;
- ✓ **საგარეო პოლიტიკა:** საერთაშორისო გარემოს არასტაბილურობა (ომის საშიშროება), უსაფრთხოების დონე, დესტაბილიზაციის მოლოდინი.

2019 წლის ოქტომბერში სარეიტინგო კომპანია „S&P“-მა საქართველოს სუვერენული რეიტინგი „BB“-დან „BB“ - მდე გააუმჯობესა, 2020 წლის თებერვალში კი ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი სტაბილურად შეფასდა. სარეიტინგო კომპანია რეიტინგის გაუმჯობესების მთავარ მიზეზად, საგარეო გამოწვევების მიუხედავად, ეკონომიკური მდგრადობის შენარჩუნებას ასახელებს. რეიტინგის გაუმჯობესებას ხელი შეუწყო ქვეყნის ინსტიტუციურმა სიძლიერემ. „S&P“-ის შეფასებით საქართველოს მთავრობის რეფორმები ხელს შეუწყობს მდგრადი და ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებთან შედარებით მაღალი ეკონომიკური ზრდის შენარჩუნებას.

2019 წლის თებერვალში სარეიტინგო კომპანია „Fitch“-მა გააუმჯობესა საქართველოს სუვერენული საკრედიტო რეიტინგი „BB“-დან „BB“-მდე, ხოლო 2020 წლის თებერვალში დაადასტურა საქართველოს გრძელვადიანი საკრედიტო რეიტინგი „BB“ პროგნოზით ნეგატიური. სარეიტინგო კომპანია „Fitch“-ის მიერ რეიტინგის უცვლელად დატოვება რეგიონში არსებული მდგომარეობის და გლობალური სავაჭრო დაძაბულობის ფონზე წარმოადგენს მნიშვნელოვან პოზიტიურ ფაქტორს, რაც კიდევ უფრო აძლიერებს საქართველოს მიმართ საერთაშორისო ინსტიტუტების და ინვესტორების ნდობას და პოზიტიურად აისახება ქვეყნის ბიზნეს გარემოზე.

სარეიტინგო კომპანიის შეფასებით, რეიტინგის გაუმჯობესება განპირობებულია 2018 წლის განმავლობაში სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შენარჩუნებით და

საგარეო შოკებისადმი მდგრადობის ზრდით. ამასთან, მიმზიდველი საინვესტიციო და ბიზნეს გარემო მმართველობის ხარისხის გაუმჯობესებასთან ერთად წარმოადგენს რეიტინგის გაუმჯობესების მნიშვნელოვან ხელშემწყობ ფაქტორს.

2017 წლის სექტემბერში **Moody's**-მა გააუმჯობესა საქართველოს სუვერენული საკრედიტო რეიტინგი Ba3-დან **Ba2-მდე**. სარეიტინგო კომპანიის მიერ რეიტინგის გაუმჯობესება და რეიტინგის სტაბილური პერსპექტივა განპირობებულია საქართველოს სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შენარჩუნებით 2014 წლის შემდგომ რეგიონში მიმდინარე ეკონომიკური შოკების ფონზე, რაც ეკონომიკის მოწყვლადობის შემცირებასა და ინსტიტუციური გარემოს გაძლიერებაზე მიანიშნებს.

### **პანდემია და გლობალური ეკონომიკური შედეგები**

კორონავირუსი (COVID-19) მნიშვნელოვანი საფრთხე და რთული გამოწვევა აღმოჩნდა გლობალური ეკონომიკისთვის. ინფიცირებულთა სწრაფად მზარდმა რაოდენობამ და ვირუსის გავრცელების ფართო არეალმა მთელ მსოფლიოზე მნიშვნელოვანი ნეგატიური გავლენა იქონია სოციალური და ეკონომიკური თვალსაზრისით, რომლის მასშტაბი ჯერ კიდევ შეუფასებელია.

პანდემიამ მნიშვნელოვნად შეაფერხა საქართველოს ეკონომიკური განვითარების ბოლო წლების დადებითი ტენდენციები. ეკონომიკური ზრდის რისკებს წარმოადგენს ქვეყანაში სამეწარმეო აქტივობის მნიშვნელოვანი შენელება, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მკვეთრი კლება, ექსპორტის, ტურიზმისა და საერთაშორისო გზავნილების შემცირება, ამ და სხვადასხვა ფაქტორების ზეწოლა ეროვნულ ვალუტაზე. შედეგად, უმუშევრობის და სიდარობის მაჩვენებლების დროებითი ზრდა და შემცირებული შიდა მოთხოვნა.

მიუხედავად არსებული რთული ვითარებისა, აზიის განვითარების ბანკის პროგნოზით საქართველოს ეკონომიკის ჩვეულ დინამიკაში დაბრუნება 2021 წელს 4.5%-იანი ზრდითაა მოსალოდნელი.

### **2.5. ლიტერატურის მიმოხილვა**

საინვესტიციო ფონდების მნიშვნელობაზე და მისი ეკონომიკის სხვადასხვა მიმართულებაზე გავლენების შესახებ მრავალი კვლევა არსებობს. აღნიშნული საკითხი ღრმადაა შესწავლილი საერთაშორისო ორგანიზაციების, კვლევითი ინსტიტუტებისა და მსოფლიოში აღიარებული უნივერსიტეტების მკვლევარებისა და პროფესორების მიერ, რომლებიც აანალიზებენ საინვესტიციო ფონდების გავლენას ეკონომიკის ზრდის

მაჩვენებლებზე, დანაზოგებზე, ინვესტიციებზე, კაპიტალის ბაზრის განვითარებაზე, შრომის ბაზარზე და სხვა.

საინვესტიციო პროდუქტები შექმნილია ერთადერთი მიზნით, რომ მოაგროვოს ინვესტორთა კაპიტალი და განახორციელოს კოლექტიურად მათი ინვესტირება ფინანსური ინსტრუმენტის პორტფელის საშუალებით, როგორცაა აქციები, ობლიგაციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები.

### **ეკონომიკური ზრდა**

საინვესტიციო ფონდები მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ კერძო დანაზოგების, მათ შორის მსხვილი ინვესტიციების აკუმულირების თვალსაზრისით. ისინი, ასევე, მნიშვნელოვანია, რადგან წარმოადგენენ ისეთ ინსტიტუციონალურ და კერძო დანაზოგებს, რომლებიც ფინანსურ რესურსებზე ხელმისაწვდომობით ასტიმულირებენ ისეთ კომპანიებს და პროექტებს, რომელიც ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას და ქმნის სამუშაო ადგილებს.

საინვესტიციო ფონდებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის გრძელვადიანი ეფექტი დადებითია ყველა ქვეყნის შემთხვევაში. Levine and Zervos (1998), Rousseau and Wachtel (2000) და Beck and Levine (2004) შეისწავლეს თუ როგორ გავლენას ახდენს კაპიტალის ბაზრისა და საბანკო სექტორის განვითარება ეკონომიკურ ზრდაზე. უფრო კონკრეტულად კი, საინვესტიციო ფონდების არსებობით შესაძლებელია მშპ-ს საშუალოდ 1 პროცენტით გაზრდა.

საერთაშორისო პრაქტიკა და არსებული კვლევები ადასტურებს საინვესტიციო ფონდების დადებით და სტატისტიკურად მნიშვნელოვან კავშირს ეკონომიკურ ზრდასთან მზარდი პროდუქტიულობის, ინვესტიციებისა და დანაზოგების გაზრდის გზით.

ლიტერატურაში მრავლადაა კვლევები, რომლებიც ადასტურებს და ხაზს უსვამს საინვესტიციო ფონდების განვითარების მნიშვნელოვან გავლენას ეკონომიკურ ზრდაზე, საწარმოო ფაქტორთა მთლიანი პროდუქტიულობის გაზრდის გზით. კვლევები ადასტურებს, რომ განვითარებული ფინანსური ბაზრები დადებითად მოქმედებს საწარმოო ფაქტორთა მთლიანი პროდუქტიულობის (TFP) ზრდაზე.

### **ინვესტიციების ზრდა**

საფონდო სექტორის განვითარებას აქვს პოტენციალი რომ მოახდინოს გავლენა უცხოურ ინვესტიციების ქვეყანაში შემოდინების დონეზე.

კვლევები ადასტურებს უცხოური საპორტფელო ინვესტიციების (Foreign Portfolio Investment) შემოდინების დონესა და შიდა კაპიტალის ბაზრის განვითარებას შორის მიზნობრივ კავშირს. Desbordes and Wei (2017) დაადგინა მიზნობრივი კავშირი ქვეყანაში უცხოური საპორტფელო ინვესტიციების (Foreign Direct Investment) შემოდინებასა და ამავე ქვეყნის ფინანსურ განვითარებას შორის.

საინვესტიციო ფონდების მნიშვნელოვან წყაროს სწორედ დანაზოგები წარმოადგენს. ღვესმა თავის ნაშრომში ემპირიულ მონაცემებზე დაყრდნობით, OECD-ის ქვეყნების მაგალითზე, დაადასტურა მნიშვნელოვნად პოზიტიური დამოკიდებულება დანაზოგების ზრდასა და მთლიანი კაპიტალის ფორმირებას შორის (Davis E. P., 2003). მთლიანი კაპიტალის ფორმირება, თავის მხრივ, იწვევს გამოშვების „ენდოგენურ“ ზრდას (Holzmann R. , 1997), ხოლო ეკონომიკური ზრდა კი კვლავ ასტიმულირებს დანაზოგებს (Davis E. P., 2004). შედეგად, იქმნება მიზეზ-შედეგობრივი ჯაჭვი - დანაზოგების ზრდა განაპირობებს ინვესტიციების ზრდას, რაც აისახება ეკონომიკურ ზრდაში და აღნიშნული ასტიმულირებს დანაზოგების შემდგომ ზრდას.

### **კაპიტალის ბაზრის განვითარება**

საინვესტიციო ფონდებს დადებითი გავლენა აქვს კაპიტალის ბაზრის განვითარებაზე, რადგან მისი ხელშეწყობით ხდება ფინანსური ბაზრის პირობების გაუმჯობესება. მკვლევარების მიერ ღრმად შესწავლილი საინვესტიციო და საპენსიო ფონდები, კაპიტალის ბაზრები და მათი გავლენა ეკონომიკაზე. ლიტერატურის თანახმად, არსებობს დადებითი კავშირი საინვეტიციო ფონდის ზრდასა და ფინანსური ბაზრის განვითარებას შორის. თავის მხრივ, ფინანსური განვითარება კი დადებით გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე. შედეგად, საინვესტიციო ფონდები ასტიმულირებენ ეკონომიკურ ზრდას, ფინანსური განვითარების გზით, მისი ეროვნულ დანაზოგზე გავლენისგან დამოუკიდებლად.

საინვესტიციო ფონდებს შეუძლიათ დადებითი გავლენა მოახდინონ ეკონომიკურ ზრდაზე, ეკონომიკური ეფექტიანობის ზრდისა და რესურსების განაწილების გზით, ასევე, ხელი შეუწყონ სააქციო კაპიტალის ეფექტიანობის ზრდას. ეკონომიკური ეფექტიანობის ზრდა და რესურსების ეფექტიანი განაწილება, თავის მხრივ, ფინანსური განვითარების თანმდევი შედეგია. საერთაშორისო გამოცდილებამ ცხადყო, რომ როგორც გრძელვადიან, ასევე, მოკლევადიან პერიოდში, საინვესტიციო ფონდების აქტივების ზრდა ზრდის საფონდო ბაზარს.

ვირჯინიის უნივერსიტეტის პროფესორი ლევინი და მკვლევარი ზერვოსი ასკვნიან, რომ საფონდო ბაზრის ლიკვიდურობა და საბანკო სექტორის განვითარება დადებით კორელაციაშია ეკონომიკური ზრდის, კაპიტალის დაგროვებისა და პროდუქტიულობის ზრდის როგორც თანმდევი, ასევე, სამომავლო მაჩვენებლებთან. წინამდებარე ნაშრომში, ასევე, ნაჩვენებია მკაფიო, დადებითი კავშირი ფინანსურ განვითარებასა და ეკონომიკის



ზრდას შორის და შედეგები ცხადყოფს, რომ ფინანსური ფაქტორები წარმოადგენს ზრდის პროცესის განუყოფელ ნაწილს (Levine & Zervos, 1998).

აღნიშნული კვლევის მიხედვით, უფრო ლიკვიდური საფონდო ბირჟები ასტიმულირებენ გრძელვადიან პროექტებში ინვესტირებას, ხოლო ლეფორტი და ვოლკერი კი, ლევინის და ზერვოსის ზემოაღნიშნულ დასკვნაზე დაყრდნობით, ხედავენ ეკონომიკური ზრდის დაჩქარების შესაძლებლობას გრძელვადიანი საინვესტიციო პროექტებში ინვესტირების გზით (Walker & Lefort, 2002).

### საერთაშორისო პრაქტიკა

საქართველოს პარლამენტის კვლევითი დეპარტამენტის კვლევაში მიმოხილულია „საინვესტიციო ფონდების სტატუსი და უფლებამოვალეობები საზღვარგარეთის ქვეყნებში“<sup>7</sup>. კვლევაში შეფასებულია ევროპის რვა ქვეყანაში (ჩეხეთი, პოლონეთი, სლოვენია, სლოვაკეთი, ლიტვა, ესტონეთი, ბულგარეთი და მონტენეგრო) მოქმედი კანონი „საინვესტიციო ფონდებისა და მმართველი კომპანიების შესახებ“.

ზემოაღნიშნულ ქვეყნებში საინვესტიციო საქმიანობას ახორციელებს მმართველი კომპანია. აღნიშნულ კომპანიას გააჩნია იურიდიული პირის სტატუსი და ორგანიზაციული სამართლებრივი ფორმით შეიძლება იყოს სააქციო საზოგადოება ან შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება. ფინანსური ზედამხედველობის სამსახურის მიერ ნებართვის (ლიცენზია) გაცემის შემთხვევაში, საინვესტიციო ფონდს ქმნის მმართველი კომპანია. საინვესტიციო ფონდის მმართველი კომპანიის მსგავსად საინვესტიციო ფონდსაც გააჩნია იურიდიული პირის სტატუსი, რომლის საქმიანობის მიზანსაც წარმოადგენს ფინანსური აქტივების განთავსება ფინანსურ ინსტრუმენტებში. საინვესტიციო ფონდის სახეებია:

- ღია საინვესტიციო ფონდი - კოლექტიური საინვესტიციო სქემა, რომელიც უშვებს ისეთ აქციებს, რომლის გამოსყიდვაც შესაძლებელი იქნება ნებისმიერ დროს;
- სპეციალიზებული ღია საინვესტიციო ფონდი - ღია საინვესტიციო ფონდის ერთ-ერთი სახეა. ძირითად განსხვავებას წარმოადგენს ის, რომ ფონდში მონაწილეობა ეკრძალებათ გარკვეული კატეგორიის კომპანიებს, ის განკუთვნილია მხოლოდ იურიდიული სტატუსის მქონე კომპანიებზე;
- დახურული საინვესტიციო ფონდი - არის კოლექტიური საინვესტიციო სქემა, რომელსაც გააჩნია აქციების (საინვესტიციო სერთიფიკატები) ფიქსირებული რაოდენობა რეალიზაციის შეზღუდვით.

<sup>7</sup> [http://www.parliament.ge/ge/ajax/downloadFile/32401/sainvesticio\\_fondebi\\_int](http://www.parliament.ge/ge/ajax/downloadFile/32401/sainvesticio_fondebi_int)

სამივე სახის საინვესტიციო ფონდი ახორციელებს აქტივების ინვესტირებას ფინანსურ ინსტრუმენტებში. საინვესტიციო ფონდებისა და მმართველი კომპანიების საქმიანობასა და ფინანსურ მდგომარეობას ზედამხედველობას უწევს ფინანსური ზედამხედველობის სამსახური.

საინვესტიციო ფონდებს გააჩნიათ ცალკეული სახის შეზღუდვები. კერძოდ ღია საინვესტიციო ფონდებსა და სპეციალიზებულ ღია საინვესტიციო ფონდებს ეკრძალებათ:

- საინვესტიციო ფონდის აქტივების 5%-ზე მეტი ინვესტიციების განთავსება ფასიან ქაღალდებში და ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებში;
- ფონდის აქტივების 20%-ზე მეტი დეპოზიტების განთავსება მხოლოდ ერთ ბანკში;
- ფონდის აქტივების 35%-ზე მეტი ინვესტირების განხორციელება სახელმწიფო ხაზინის, ეროვნული ბანკისა და საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებში;
- სესხებისა და გარანტიების დაფინანსება.

დახურულ საინვესტიციო ფონდებს ეკრძალებათ თავისივე გამოშვებული საინვესტიციო სერთიფიკატების შესყიდვა. ასევე, არ შეიძლება ფონდის აქტივების 50%-ზე მეტი ინვესტიციების განთავსება ფინანსურ ინსტრუმენტებში.

ღია საინვესტიციო ფონდებს უფლება აქვთ აიღონ მოკლევადიანი (ერთწლიანი) სესხი მხოლოდ ადგილობრივი (რეზიდენტი) ბანკებიდან და ევროკავშირის საკრედიტო ინსტიტუტებიდან, სესხის თანხა არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების მთლიანი ღირებულების 10%-ს.

დახურულ საინვესტიციო ფონდებს უფლება აქვთ აიღონ სესხი როგორც რეზიდენტი ბანკებისაგან, ასევე უცხოური საკრედიტო ინსტიტუტებისგან. სესხის მთლიანი მოცულობა არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების მთლიანი ღირებულების 75%. განსაზღვრული პირობებით ფონდს შეუძლია გამოუმვას ობლიგაციები.

### 3. მიზნების დასახვა

საინვესტიციო ფონდების კანონმდებლობის დაახლოება საერთაშორისო ნორმებთან უზრუნველყოფს არა მხოლოდ ინვესტორთა დაცულობის ხარისხის გაზრდას, არამედ წარმოადგენს წინაპირობას საერთაშორისო ბაზრის მონაწილეების მხრიდან საქართველოს მიმართ მეტი ნდობისა და დაინტერესებისთვის. თავის მხრივ, განვითარებული საინვესტიციო ფონდების ბაზრის არსებობა ქვეყანაში გაზრდის მოთხოვნას საინვესტიციო პროდუქტებსა და სერვისებზე, რაც გამოიწვევს კაპიტალის ბაზარზე ემიტენტების, შუამავლებისა და ინვესტორების უფრო მეტ აქტიურობას და საბოლოო ჯამში, ხელს შეუწყობს ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას.

#### 3.1. ზოგადი მიზნები

**საინვესტიციო ფონდების ბაზრის განვითარება და ამ მიზნით შესაბამისი მარეგულირებელი წესების დადგენა, რაც უზრუნველყოფს თავისუფალი კონკურენციისა და ინვესტორთა ინტერესების დაცვას.**

#### 3.2. კონკრეტული და საოპერაციო მიზნები

ბიზნესისთვის უმნიშვნელოვანესია ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრების განვითარება, გრძელვადიანი და შედარებით იაფი რესურსის და ლიკვიდური ფინანსური ინსტრუმენტების გაჩენა/ფორმირება, კერძოდ:

- საინვესტიციო ფონდებში განთავსებული აქტივების ზრდა;
- ემიტენტებისთვის კაპიტალის ხარჯის და ასევე, ემისიის ხარჯის შემცირება;
- აქციების და სასესხო ობლიგაციების გამოშვების ზრდა;
- მიწოდების, ლიკვიდობის, აქციებსა და სასესხო ობლიგაციებზე მოთხოვნის ზრდა;
- მარეგულირებელი წესების დადგენა თავისუფალი კონკურენციისა და ინვესტორთა ინტერესების დაცვის უზრუნველყოფის მიზნით;
- საკრედიტო რეიტინგებში ქვეყნის საინვესტიციო რეიტინგის მიღება.

ცხრილი 5. კონკრეტული მიზნები და შეფასების ინდიკატორები

კონკრეტული მიზნები	ინდიკატორები
1. საინვესტიციო ფონდებში განთავსებული აქტივების ზრდა	2020 წელთან შედარებით 2030 წლისთვის საინვესტიციო აქტივების ღირებულება 10-ჯერ არის გაზრდილი
2. ემიტენტებისთვის კაპიტალის ხარჯის და ასევე, ემისიის ხარჯის შემცირება	2025 წლისთვის ემიტენტებისთვის საშუალო კაპიტალის ხარჯის შემცირებიდან მიღებული სარგებელი 1 მილიონ ლარს აღემატება; 2030 წლისთვის აღნიშნული მაჩვენებელი 15 მლნ. ლარს გადააჭარბებს.
3. ა) აქციების და სასესხო ობლიგაციების გამოშვების ზრდა	2030 წლისთვის საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულება 10-ჯერ აღემატება 2020 წლის მაჩვენებელს.
3. ბ) მიწოდების, ლიკვიდობის, აქციებსა და სასესხო ობლიგაციებზე მოთხოვნის ზრდა	
4. მარეგულირებელი წესების დადგენა თავისუფალი კონკურენციისა და ინვესტორთა ინტერესების დაცვის უზრუნველყოფის მიზნით	2021 წლისთვის მიღებულია „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი, რომელიც სრულ შესაბამისობაშია ევროკავშირის ღირეპტივებთან
5. საკრედიტო რეიტინგებში ქვეყნის საინვესტიციო რეიტინგის მიღება	2030 წელს საქართველოს საინვესტიციო რეიტინგი აქვს მინიჭებული

## 4. ალტერნატივების შემუშავება

კვლევის აღნიშნულ ნაწილში მიმოხილულია ყველა ის ალტერნატივა, რომელიც საჯარო კომუნიკაციის ფარგლებში შემოთავაზებული იქნა სხვადასხვა დაინტერესებული მხარის მიერ. პრობლემის ანალიზისა და მიზნების განსაზღვრის შემდეგ შერჩეულ იქნა პოლიტიკის სხვადასხვა ალტერნატივა. დოკუმენტი ითვალისწინებს ყველა წარმოდგენილი ალტერნატივის ანალიზს და მათ ხარჯთსარგებლიანობის შეფასებას.

ალტერნატივები შერჩეული იქნა შემდეგი ძირითადი პრინციპის დაცვით, კერძოდ, პირველი პოლიტიკის ალტერნატივა თანხვედრაშია ევროკავშირის დირექტივებთან და საერთაშორისო ნორმებთან, მეორე ალტერნატივა პირველი ალტერნატივის ანალოგიურია, მხოლოდ მისგან განსხვავებით არ ითვალისწინებს საგადასახადო შეღავათების არსებობას.

### 4.1. პოლიტიკის ალტერნატივები

#### ალტერნატივა 0:

„უცვლელი პოლიტიკის“ ვარიანტი გულისხმობს „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ არსებული კანონმდებლობის და შესაბამისად, ყველა ნორმის უცვლელად დატოვებას. შესაბამისად, მოვლენების განვითარების ტენდენცია შენარჩუნებულია ზუსტად ისე, როგორც ახლა, რეფორმის არარსებობის შემთხვევაში.

#### ალტერნატივა 1:

პოლიტიკის პირველი ალტერნატივა სრულად ეფუძნება საერთაშორისოდ მოქმედ ძირითად პრინციპებს და შესაბამისობაშია UCITS-ის მარეგულირებელ დირექტივასთან. აღნიშნული ითვალისწინებს საინვესტიციო ფონდებისა და აქტივების მმართველი კომპანიების საქართველოში დაფუძნებასთან და მართვასთან, აგრეთვე, მათ მიერ ინვესტიციების განხორციელებასთან დაკავშირებულ სამართლებრივ ურთიერთობებს. შემოთავაზებული პოლიტიკის ალტერნატივის თანახმად, საინვესტიციო ფონდის საქმიანობა ნებადართულია მხოლოდ საზედამხედველო ორგანოს მიერ გაცემული ან/და მინიჭებული ლიცენზიის, ავტორიზაციის, აღიარების ან რეგისტრაციის საფუძველზე, რომლის საფუძველზეც ფონდს ენიჭება საჯარო ან/და კერძო შეთავაზების უფლება.

შემოთავაზებული პოლიტიკა გავრცელდება იმ საინვესტიციო ფონდებსა და აქტივების მმართველ კომპანიებზე, აგრეთვე სხვა ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირებზე, რომლებიც

ჩართული იქნებიან საინვესტიციო ფონდის აქტივების ინვესტირების, მართვის, შენახვის, ადმინისტრირების და აღრიცხვა-რეგისტრაციის საქმიანობაში.

## **ალტერნატივა 2:**

მეორე ალტერნატივა პირველი ალტერნატივის ანალოგიურია, მხოლოდ მისგან განსხვავებით არ ითვალისწინებს საგადასახადო შეღავათების არსებობას. კერძოდ, მეორე ალტერნატივა აფასებს იმ პოლიტიკას, რომლის თანახმად არ იქნება შემოდებული საგადასახადო შეღავათები და უცვლელად ტოვებს დღეს არსებულ საგადასახადო პრაქტიკას, რაც გულისხმობს მოგების ორმაგი გადასახადის არსებობას. მოგების ორმაგი გადასახადი გულისხმობს სიტუაციას, სადაც, ერთი მხრივ, იბეგრება საინვესტიციო ფონდის მოგება და მეორეს მხრივ, იბეგრება საინვესტიციო ფონდში გაწევრიანებული ინვესტორის მოგება სარგებლის მიღებისას.

### **4.2. შემოთავაზებული რეფორმა**

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონპროექტი, ერთი მხრივ, ეფუძნება საერთაშორისოდ მოქმედ ძირითად პრინციპებსა და რეგულირების მოდელს, ხოლო, მეორე მხრივ, მასში გათვალისწინებულია საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების დონე და ქვეყნის სხვა მახასიათებლები. UCITS-ის მარეგულირებელი დირექტივის გარდა, ასევე გათვალისწინებული იქნა ევროკავშირში მოქმედი ალტერნატიული საინვესტიციო ფონდების აქტივების მმართველი კომპანიების შესახებ დირექტივის (AIFMD) ცალკეული მოთხოვნებიც.

„საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონპროექტით შემოთავაზებული საზედამხედველო ჩარჩო მოიცავს შემდეგ სუბიექტებს:

- 1) საინვესტიციო ფონდები, რომლებიც დაფუძნებულია საქართველოში ან რომელთა ერთეულების შეთავაზება წარმოებს საქართველოში, აგრეთვე მათი აქტივების მმართველი კომპანიები;
- 2) საქართველოში დაფუძნებული აქტივების მმართველი კომპანიები, იმის მიუხედავად, დაფუძნებულია თუ არა საქართველოში მათი მართვის ქვეშ მყოფი საინვესტიციო ფონდები;
- 3) სხვა პირები (სპეციალიზებული დეპოზიტარები, აუდიტორები და სხვ.), რომლებიც ახორციელებენ საინვესტიციო ფონდების აქტივების ინვესტირებასთან, მართვასთან, შენახვა-ადმინისტრირებასთან დაკავშირებულ საქმიანობას.

კანონპროექტით განსაზღვრული მარეგულირებელი ჩარჩო არ ვრცელდება საჯარო დაწესებულებებზე, რომლებიც მართავენ სოციალური უზრუნველყოფის ან/და საპენსიო სისტემების ფონდებს, ჰოლდინგურ კომპანიებზე, „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“

საქართველოს კანონითა და „არასახელმწიფო საპენსიო დაზღვევისა და უზრუნველყოფის შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრულ საპენსიო სქემებზე, საერთაშორისო ფინანსურ ინსტიტუტებზე და სხვა წარმონაქმნებზე.

პროექტის თანახმად, ნებისმიერი ორგანიზაციული წარმონაქმნი, რომელიც დაფუძნებულია საქართველოში და ახორციელებს საინვესტიციო ფონდის საქმიანობას, უნდა იქნეს რეგისტრირებული ან ავტორიზებული საზედამხედველო ორგანოს (საქართველოს ეროვნული ბანკის) მიერ.

საქართველოში დაფუძნებულ საინვესტიციო ფონდს უფლება აქვს მოიზიდოს სახსრები, განახორციელოს ინვესტიცია ან/და მართოს საინვესტიციო პორტფელი მხოლოდ საზედამხედველო ორგანოს, კერძოდ, **საქართველოს ეროვნული ბანკის** მიერ მინიჭებული ავტორიზაციის ან რეგისტრაციის საფუძველზე. ამასთან, უცხოური საინვესტიციო ფონდი, რომელიც ახორციელებს საკუთარი ერთეულების საჯარო შეთავაზებას საქართველოში, საჭიროებს საზედამხედველო ორგანოს მიერ აღიარებას.

შემოთავაზებული პოლიტიკის თანახმად, საქართველოში დაფუძნებული ფონდები ორ ძირითად კატეგორიად იყოფა:

1. **ავტორიზებულ საინვესტიციო ფონდებად**, რომელთაც საზედამხედველო ორგანოს მიერ მინიჭებული ავტორიზაციის საფუძველზე, უფლება აქვთ განახორციელონ მხოლოდ **საჯარო შეთავაზება**. თავის მხრივ, საჯარო შეთავაზებად ითვლება საინვესტიციო ფონდის ერთეულების არანაკლებ 20 გაუთვითცნობიერებელი (საცალო) ინვესტორისთვის ან წინასწარ განუსაზღვრელი რაოდენობის პირებისთვის შეთავაზება;
2. **რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდებად**, რომლებსაც საზედამხედველო ორგანოში რეგისტრაციის საფუძველზე უფლება აქვთ განახორციელონ მხოლოდ **კერძო შეთავაზება**. კერძო შეთავაზებას წარმოადგენს ყველა ისეთი შეთავაზება, რომელიც არ არის საჯარო შეთავაზება და ამასთან, რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდს არ უნდა ჰყავდეს ერთდროულად 20-ზე მეტი გაუთვითცნობიერებელი (საცალო) ინვესტორი. რეგისტრირებული ფონდები განკუთვნილია, უპირატესად, გათვითცნობიერებული ინვესტორებისათვის და არ ექვემდებარებიან ისეთივე შეზღუდვებს, როგორც ავტორიზებული ფონდები და საზედამხედველო მოთხოვნებიც მათთან მიმართებით შედარებით მცირეა.

სამართლებრივი ფორმის მიხედვით გათვალისწინებულია საინვესტიციო ფონდის ორი ტიპი: (1) **საინვესტიციო კომპანია**, რომელსაც იურიდიული პირის სტატუსი გააჩნია და შესაძლებელია დაფუძნდეს როგორც სააქციო საზოგადოება, შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება ან კომანდიტური საზოგადოება და (2) **ერთობლივი ფონდი**, რომელიც იურიდიული პირის სტატუსის არმქონეა. საგულისხმოა, რომ ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ინვესტორები არ აგებენ სოლიდარულად პასუხს

საინვესტიციო ფონდის სახელით აღებული ვალდებულებებისათვის და მათი პასუხისმგებლობა შემოიფარგლება მათ მიერ საინვესტიციო ფონდის აქტივებში განხორციელებული შენატანით.

საინვესტიციო კომპანია, ისევე როგორც ერთობლივი ფონდი შესაძლებელია დაფუძნებული იქნას ავტორიზებული ან რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდის სახით, რაც გულისხმობს შესაძლებლობას განახორციელოს როგორც საჯარო, ისე კერძო შეთავაზება. ამასთან, შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ან კომანდიტური საზოგადოების ფორმით ჩამოყალიბებული კომპანია, შესაძლებელია არსებობდეს მხოლოდ როგორც რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდი და მას არ შეუძლია განახორციელოს ერთეულების (წილების) საჯარო შეთავაზება. ტრადიციულად, ეს საწარმოები განიხილებიან ე. წ. დახურულ საზოგადოებებად, რომლებიც არ არიან ორიენტირებული საჯარო შეთავაზების გზით კაპიტალის გაზრდაზე, აგრეთვე მათი წილები, სააქციო საზოგადოების აქციებისგან განსხვავებით, არ ექვემდებარება ვაჭრობას საფონდო ბირჟაზე და არ არის საჯაროდ მიმოქცევადი.

შემოთავაზებული პოლიტიკა, ასევე, ითვალისწინებს **ღია და დახურული საინვესტიციო ფონდების** არსებობას. ღია საინვესტიციო ფონდის შემთხვევაში ინვესტორებს ნებისმიერ დროს უფლება აქვთ მოითხოვონ საკუთარი ერთეულ(ებ)ის გამოსყიდვა საინვესტიციო ფონდისგან. ღია ფონდების კატეგორიას მიეკუთვნება, მათ შორის, მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდი (UCITS). ღია საინვესტიციო ფონდს შეუძლია მუდმივად განათავსოს (გაყიდოს) და ინვესტორთა მოთხოვნის საფუძველზე, ვალდებულია მუდმივად გამოისყიდოს საკუთარი ერთეულები. დახურულ ფონდებზე არ ვრცელდება ღია ფონდებისათვის დამახასიათებელი შეზღუდვები ერთეულის გამოშვებისა და გამოსყიდვის ღირებულების ფასის განსაზღვრის შესახებ. დახურული ტიპის საინვესტიციო კომპანიაზე სრულად ვრცელდება სამეწარმეო კანონმდებლობით გათვალისწინებული მოთხოვნები.

კანონპროექტი აგრეთვე ითვალისწინებს საინვესტიციო ფონდების კატეგორიზაციას **დამოუკიდებელ და ქოლგისებურ საინვესტიციო ფონდებად**. ქოლგისებური საინვესტიციო ფონდის მთლიანი საინვესტიციო პორტფელი დაყოფილია რამდენიმე, ერთმანეთისაგან განცალკევებულ პორტფელად (ქვეფონდად), რომლებიც, განსხვავდება ერთმანეთისგან საინვესტიციო პოლიტიკის, სამიზნე ინვესტორების ან სხვა მახასიათებლის მიხედვით. ამასთან, იკრძალება ქვეფონდის აქტივების გამოყენება ან იძულებითი აღსრულება ქოლგისებური ფონდის სხვა ქვეფონდ(ებ)ის ვალდებულებების შესასრულებლად, რათა მაქსიმალურად იქნეს დაცული თითოეული ქვეფონდის ინვესტორთა ინტერესები.

შემოთავაზებული პოლიტიკით დგინდება ავტორიზებული (საჯარო) და რეგისტრირებული (კერძო) საინვესტიციო ფონდების საქართველოში დაფუძნების პროცედურა, ასევე განისაზღვრება უცხოური საინვესტიციო ფონდების აღიარების



წესები. ამასთან, ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) მიერ დადგენილ პრინციპებსა და შემოთავაზებულ რეკომენდაციების შესაბამისად, გათვალისწინებულია ერთობლივი საინვესტიციო ფონდის ან საინვესტიციო კომპანიის რეგისტრაციის გამარტივებული პროცედურა.

აღსანიშნავია, უცხოური საინვესტიციო ფონდებისათვის გათვალისწინებული **აღიარების სპეციალური მექანიზმი**, რომელთაც სურთ საქართველოში საჯარო შეთავაზების განხორციელება. ამ მიზნით, უცხოური საინვესტიციო ფონდი უნდა აკმაყოფილებდეს სულ მცირე შემდეგ პირობებს:

- ✓ იმ ქვეყნის კანონმდებლობის მიხედვით, სადაც უცხოური საინვესტიციო ფონდი არის დაფუძნებული, ნებადართული უნდა იყოს მის მიერ გამოშვებული ერთეულების საჯარო შეთავაზება;
- ✓ უცხო სახელმწიფო, სადაც უცხოური საინვესტიციო ფონდი არის დაფუძნებული, არ უნდა შედიოდეს ფინანსური ქმედების სპეციალური ჯგუფის (FATF) მიერ დამტკიცებულ არაკოოპერირებად (არამოთანამშრომლედ) ქვეყნებისა და ტერიტორიების ნუსხაში;
- ✓ კანონმდებლობა, რომლის მიხედვითაც დაფუძნებული არის უცხოური საინვესტიციო ფონდი, უნდა ადგენდეს ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი ჩარჩოს ეკვივალენტურ მოთხოვნებს;

*შენიშვნა: საზედამხედველო ორგანოს სამართლებრივი აქტით განსაზღვრულ შემთხვევაში, უცხოურ საინვესტიციო კომპანიას, ან თუ უცხოური საინვესტიციო ფონდი ერთობლივი ფონდია, მის აქტივების მმართველ კომპანიას საქართველოში დაფუძნებული უნდა ჰქონდეს ფილიალი „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის შესაბამისად ან დანიშნული ჰყავდეს მუდმივი წარმომადგენელი.*

შემოთავაზებული პოლიტიკა, ასევე, არეგულირებს საინვესტიციო ფონდების მექანიზმის ეფექტიანი ფუნქციონირების თვალსაზრისით მთელ რიგ საკითხებს, კერძოდ, ადგენს აქტივების მმართველი კომპანიების მარეგულირებელ სამართლებრივ ჩარჩოს, რაც მოიაზრებს საინვესტიციო ფონდის პორტფელის ან/და რისკების მართვას; არეგულირებს ინდივიდუალური პორტფელის მართვის მექანიზმებს, რომელიც კოლექტიურისგან განსხვავებით, შესაძლებელია განახორციელოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავალმა (მაგ., საბროკერო კომპანია ან ბანკი). როგორც უკვე აღვნიშნეთ, აქტივების მმართველი კომპანია, რომელიც დაფუძნებულია საქართველოში და ახორციელებს საქმიანობას, უნდა იყოს ლიცენზირებული ან რეგისტრირებული საზედამხედველო ორგანოს მიერ. აქტივების მმართველი კომპანიებისთვის, რომლებიც ახორციელებენ მხოლოდ რეგისტრირებული (არასაჯარო) საინვესტიციო ფონდების მართვას, არ არის სავალდებულო ლიცენზიის მოპოვება და საკმარისია საზედამხედველო ორგანოს მიერ მათი მხოლოდ რეგისტრაცია.

პროექტის შესაბამისად, ღგინდება რეზიდენტი აქტივების მმართველი კომპანიების ლიკვიდაციის სპეციალური ჩარჩო, რომლის მიზანია უზრუნველყოფილი იქნას კომპანიის ლიკვიდაციისას მისი მართვის ქვეშ მყოფი საინვესტიციო ფონდების, აგრეთვე აქტივების მმართველი კომპანიის კლიენტების აქტივების სხვა ფინანსური ინსტიტუტისათვის სამართავად დროული გადაცემა და სალიკვიდაციო მასაში შემავალი აქტივების კრედიტორებისათვის განაწილება.

ავტორიზებული (საჯარო) საინვესტიციო ფონდების მიერ შესასრულებელი ფუნქციები სპეციალიზებულ დეპოზიტართან მიმართებით იყოფა ორ ძირითად ნაწილად, რაც ითვალისწინებს საინვესტიციო ფონდის კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების შესანახად მიღებას და საინვესტიციო ფონდის საქმიანობაზე ზედამხედველობას. ინტერესთა კონფლიქტის გამოსარიცხად, იკრძალება სპეციალიზებული დეპოზიტარისა და აქტივების მმართველი კომპანიის ფუნქციების ერთი პირის მიერ შეთავსება.

კანონპროექტი ადგენს საინვესტიციო ფონდების შერწყმის მარეგულირებელ დეტალურ ჩარჩოს, რომელიც მოიცავს შერწყმის სამ კატეგორიას: (1) ერთი ან ერთზე მეტი საინვესტიციო ფონდის მიერთება სხვა, მანამდე არსებულ საინვესტიციო ფონდთან, ყველა აქტივისა და ვალდებულების გადაცემის გზით, რასაც მოსდევს გადამცემი ფონდის გაუქმება; (2) ორი ან ორზე მეტი საინვესტიციო ფონდის გაერთიანება, ახლად დაფუძნებულ საინვესტიციო ფონდისათვის ყველა აქტივისა და ვალდებულების გადაცემის გზით, რასაც მოსდევს გადამცემი ფონდების გაუქმება; (3) შერწყმა, რომელიც მოიცავს როგორც პირველი, ისე მეორე ფორმის შერწყმის ნიშნებს, იმ განსხვავებით, რომ გადამცემი ფონდი/ფონდები მიმღებ ფონდს არ გადასცემს საკუთარ ვალდებულებებს, არამედ გადასცემს მხოლოდ წმინდა აქტივებს (აქტივების იმ ოდენობას, რომელიც აღემატება ვალდებულებებს) და აგრძელებს არსებობას დარჩენილი ვალდებულებების დაფარვამდე.

პროექტით გათვალისწინებულია ავტორიზებული (საჯარო) ფონდების მიერ ინვესტიციების განხორციელებისა და სესხის აღების/გაცემის მარეგულირებელი წესები. ავტორიზებულ ფონდს სესხის აღების უფლება აქვს მხოლოდ სადამფუძნებლო დოკუმენტით განსაზღვრულ შემთხვევაში, რომელიც უნდა განსაზღვრავდეს საინვესტიციო ფონდის აქტივების ღირებულების მაქსიმალურ პროცენტულ ოდენობას, რომლის სესხად აღებაც დასაშვებია, აგრეთვე სესხის აღების ნებადართულ მეთოდს, სესხის სახეობასა და ვადას. ავტორიზებულ (საჯარო) ფონდებს ეკრძალებათ სესხის გაცემა ან თავდებად/გარანტიად დადგომა მესამე პირთა სასარგებლოდ.

საჯაროობისა და გამჭვირვალობის უზრუნველყოფის და სანდოობის გაზრდის თვალსაზრისით, საჯარო შეთავაზების განმახორციელებელი ფონდებისთვის განსაზღვრულია წლიური და ნახევარწლიური ანგარიშების მომზადებისა და საზედამხედველო ორგანოსათვის წარდგენის ვალდებულება.

საგულისხმოა, რომ პროექტის შესაბამისად, კრედიტორთა მიმართ თანაბარი მოპყრობის პრინციპიდან გამომდინარე, ლიკვიდაციის დაწყებისთანავე უნდა შეწყდეს საინვესტიციო ფონდის ან მისი ქვეფონდის მიმართ მიმდინარე ყველა აღსრულების ღონისძიება. ამასთან, ლიკვიდაციის წარმოებისას საინვესტიციო ფონდს აკრძალება ახალი ერთეულების განთავსება (გაყიდვას) ან არსებული ერთეულების გამოსყიდვა. ერთეულების გამოსყიდვა დასაშვებია იქნება მხოლოდ კრედიტორთა მოთხოვნების დაკმაყოფილების შემდეგ.

საყურადღებოა საზედამხედველო ორგანოს ზოგადი უფლებამოსილებები საინვესტიციო ფონდებისა და აქტივების მმართველი კომპანიების რეგულირების სფეროში. საქართველოს ეროვნულ ბანკს მიენიჭა უფლებამოსილება საზედამხედველო სუბიექტებისგან ინფორმაციის გამოთხოვის, მათი ადგილზე შემოწმების, სავალდებულო წერილობითი მითითებების გაცემის, სანქციების დაკისრების თაობაზე და სხვ. ერთ-ერთი ასეთი საზედამხედველო ინსტრუმენტი, რომლის გამოყენების უფლებაც ენიჭება საზედამხედველო ორგანოს, არის ლიცენზირებულ აქტივების მმართველ კომპანიაში ან ავტორიზებულ საინვესტიციო ფონდში (საინვესტიციო კომპანიაში) დროებითი ადმინისტრატორის დანიშვნა. საინვესტიციო კომპანიაში ან აქტივების მმართველ კომპანიაში დროებითი ადმინისტრატორის დანიშვნის საფუძველია საზედამხედველო სუბიექტის მიერ საზედამხედველო ორგანოს მითითებების შეუსრულებლობა, კანონმდებლობის მოთხოვნათა მნიშვნელოვანი დარღვევა ან/და საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებული ფუნქციების დროებით შეუსრულებლობა.

## 5. ალტერნატივების ზეგავლენის შეფასება

რეფორმის ეკონომიკური ზეგავლენის ეფექტების შესწავლა მნიშვნელოვანია ისეთი მოდელის იდენტიფიცირებისთვის, რომელიც იქნება მდგრადი და ეფექტიანი. ასევე, მნიშვნელოვანია რაოდენობრივად იქნას შესწავლილი რეფორმის გავლენა საზოგადოებასა და ეკონომიკურ ზრდაზე, რაც შესაძლებლობას მოგვცემს ავირჩიოთ ალტერნატივა, რომელიც მაქსიმალური კეთილდღეობის მომტანი იქნება.

რეგულირების ზეგავლენის შეფასება წარმოადგენს მტკიცებულებაზე დაფუძნებულ მიდგომას, რომელიც საშუალებას აძლევს გადაწყვეტილების მიმღებ პირებს, შეაფასონ წარმოდგენილი ინიციატივების დადებითი და უარყოფითი მხარეები და მათი პოტენციური ზეგავლენა.

შემოთავაზებული ალტერნატივების მოსალოდნელი ეფექტის შეფასებისთვის და შედეგად, უპირატესი ვარიანტის გამოსავლენად, მოვანდნთ შესაბამისი სარგებლისა და ხარჯის შეფასებას ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზის (CBA)<sup>8</sup> და მრავალკრიტერიუმული ანალიზის მეთოდით.

ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზის საშუალებით შესაძლებლობა გვეძლევა შევაფასოთ შემოთავაზებული ალტერნატივები და გამოვავლინოთ მათი უპირატესობები. კერძოდ, ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზის მეთოდის გამოყენებით შევაფასებთ ალტერნატივების განხორციელებისთვის საჭირო დანახარჯებს და შედეგად მიღებულ სარგებელს, როგორცაა კაპიტალის ბაზრის განვითარება, გავლენა მშპ-ზე, ინვესტიციებზე, საბიუჯეტო შემოსავლებზე.

მრავალკრიტერიუმული ანალიზის მეთოდი რეგულირების ზეგავლენის შეფასების პროცესში გადაწყვეტილების მიღების ერთ-ერთი კრიტერიუმია, რომელიც აჯამებს ზეგავლენის რაოდენობრივ, თვისობრივ და მონეტარულ შეფასებებს და იძლევა ალტერნატივის სხვადასხვა კრიტერიუმით შეფასების შესაძლებლობას.

### მეთოდოლოგიის მიმოხილვა

საერთაშორისო საფინანსო კორპორაციის „განვითარებად ქვეყნებში საინვესტიციო ფონდების განვითარების“ კვლევაში განხილულია საინვესტიციო ფონდების განვითარების მოსალოდნელი გავლენები.<sup>9</sup> ქვემოთ წარმოდგენილ დიაგრამაზე მოცემულია თუ როგორი გავლენათა ჯაჭვი მოქმედებს იმ ქვეყნებში, სადაც არსებობს საინვესტიციო ფონდების განვითარების ნიადაგი.

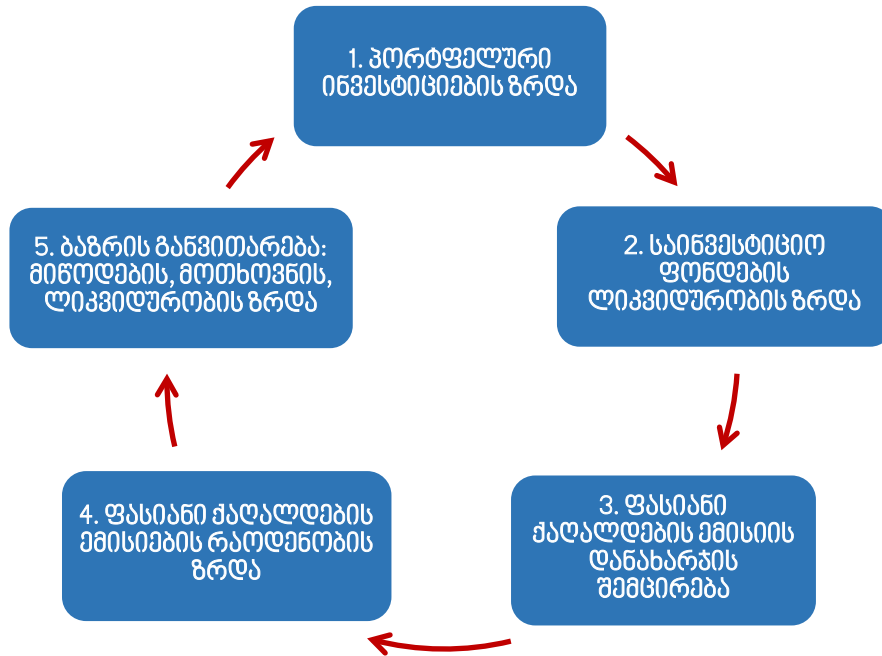
პირველ საფეხურზე იზრდება ინვესტიციების ნაკადი ახალ საინვესტიციო ფონდებში, რაც მეორე საფეხურზე იწვევს საბაზრო ლიკვიდურობის ზრდას. ლიკვიდურობის ზრდა,

<sup>8</sup> CBA ალტერნატივების ხარჯებსა და სარგებელს გამოსახავს ფულად ერთეულში.

<sup>9</sup> <http://documents.worldbank.org/curated/en/515591468320065048/pdf/multi-page.pdf>

თავის მხრივ, ჯაჭვის მესამე საფეხურზე, განაპირობებს კაპიტალის ემისიის დანახარჯის შემცირებას. დანახარჯის შემცირება იწვევს აქციებისა და ობლიგაციების ემისიების რაოდენობის ზრდას, რომლის შედეგად იზრდება ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა, მიწოდება და საბაზრო ლიკვიდურობა.

დიაგრამა 4. საინვესტიციო ფონდების განვითარების გავლენათა ჯაჭვი



ზემოთხსენებულ გავლენათა ჯაჭვიდან გამომდინარე, ვვარაუდობთ, რომ „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონპროექტს ექნება შემდეგი სარგებელი:

1. გაიზრდება საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობა;
2. ახალი რეგულაციის შემოღებას ექნება მნიშვნელოვანი ფისკალური სარგებელი.

კანონპროექტის მოსალოდნელი ხარჯები იყოფა ორ ნაწილად: (1) ხარჯები საზედამხედველო ორგანოსთვის და (2) ხარჯები საინვესტიციო ინდუსტრიისთვის.

1. საზედამხედველო ორგანოს ხარჯები:
  - ✓ თანამშრომელთა დანახარჯი;
  - ✓ ადმინისტრაციული დანახარჯი.
2. საინვესტიციო ინდუსტრიის ხარჯები:
  - ✓ სარეგისტრაციო მოსაკრებელი;
  - ✓ ანგარიშგების დოკუმენტაციის დანახარჯი;
  - ✓ საგადასახადო ხარჯები.

## 5.1 ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზი

ხარჯ-სარგებლის ანალიზის ნაწილში შევაფასებთ თითოეული ალტერნატივის მოსალოდნელ სარგებელს და დანახარჯებს 11 წლიან პერიოდში, კერძოდ, 2020-2030 წლებისთვის, ხოლო დისკონტირების განაკვეთი შეადგენს 9.45% (საპროცენტო განაკვეთი 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციებზე)<sup>10</sup>.

### ალტერნატივა 1

#### სარგებელი

Garcia and Liu (1999) საფონდო ბირჟის განვითარებას უკავშირებს მთლიან შიდა პროდუქტს და მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდას, ეკონომიკაში ინვესტიციების დონეს, საბანკო სექტორის განვითარებას და მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას. ხარჯ-სარგებლის ანალიზისთვის ვიყენებთ გამარტივებულ მოდელს, რომელიც უკავშირებს კაპიტალის ბაზრის ლიკვიდურობის ზრდას მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდას.

კერძოდ, რეგრესიის მოდელის სპეციფიკა არის:

$$\Delta y_i = \alpha \Delta X_i + \beta \Delta T_i + \varepsilon_i$$

სადაც,  $y$  არის 2010 წლის მუდმივ ფასებში ერთ სულ მოსახლეზე მთლიანი შიდა პროდუქტის ლოგარითმი,  $X$  არის საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის მთლიანი ღირებულებისა და მთლიანი შიდა პროდუქტის შეფარდების ლოგარითმი და  $T$  არის საგადასახადო სარგებლისა და მთლიანი შიდა პროდუქტის შეფარდების ლოგარითმი.

კაპიტალის ბაზრის ლიკვიდურობასა და საგადასახადო ტვირთს შორის უარყოფითი დამოკიდებულებას იკვლევენ Hvozdyk and Rustanov (2016). მოცემულ კვლევაში დემონსტრირებულია იტალიის საფონდო ბირჟისა და სპეციალურად შემოღებული სატრანზაქციო გადასახადის უარყოფითი დამოკიდებულება. უფრო ფართოდ არის განხილული ეს თემა Levine (1991)-ის მიერ.

მონაცემების წყაროებად არის გამოყენებული მსოფლიო ბანკის გლობალური ფინანსური განვითარების მონაცემთა ბაზა (Global Financial Development Database) და მსოფლიო ბანკის ღია მონაცემთა ბაზა (World Bank Open Data). მოცემული წყაროებიდან შევკრიბეთ მონაცემები 27 ქვეყნისთვის 2000-2011 წლების პერიოდისთვის.

<sup>10</sup> [www.nbg.gov.ge](http://www.nbg.gov.ge) “საპროცენტო განაკვეთები ფულად და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე”, იანვარი, 2020 წელი.

მოცემული შერჩევის მონაცემებზე დაყრდნობით ვახდენთ მოდელის კოეფიციენტების შეფასებას და ვიღებთ შემდეგ შედეგს:

**ცხრილი 6. ეკონომიკური ზეგავლენის მოდელის კოეფიციენტები**

დამოუკიდებელი ცვლადი	კოეფიციენტი	p-value
მუდმივი	-0.445	0.170
ცვლილება მშპ ერთ სულ მოსახლეზე	1.328	0.878
საგადასახადო სარგებელი / მშპ	0.048	0.871

ვიყენებთ რეგრესიის შედეგად მიღებულ კოეფიციენტებს, დამოუკიდებელი ცვლადის ექსტრაპოლაციისთვის. ვაკეთებთ შემდეგ დაშვებებს:

- 2018 წლის მდგომარეობით, საქართველოს 2010 წლის მუდმივ დოლარებში ერთ სულ მოსახლეზე მშპ-ს ზრდის ტემპი წარმოადგენს 4.22%, რომელიც არის 2013-2018 წლებში ამავე ზრდის ტემპის წლიური საშუალო;
- 2017 წლის მდგომარეობით, საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულების შეფარდება მშპ-სთან არის 0.0116%, რაც წარმოადგენს მსოფლიო ბანკის გლობალური ფინანსური განვითარების მონაცემთა ბაზის მონაცემს 2012 წლისთვის. ამ შეფარდების ზრდის ტემპი კანონის ამოქმედებამდე არის ზემოთ გაკეთებული რეგრესიის შედეგად მიღებული ზრდის ტემპის 20%;
- წლიური პროცენტული ცვლილება საგადასახადო სარგებლის მთლიან შიდა პროდუქტთან შეფარდების არის -0.228%, რაც წარმოადგენს 2013-2018 წლებში საქართველოს წლიურ საშუალო ცვლილებას (მსოფლიო ბანკის მონაცემებით);
- 2018 წლის მდგომარეობით, საქართველოს საგადასახადო სარგებლის შეფარდება მშპ-სთან არის 21.74% (მსოფლიო ბანკის მონაცემებით);
- 2018 წლის მდგომარეობით, საქართველოს მშპ ერთ სულ მოსახლეზე იყო 4721.3 აშშ დოლარი 2010 წლის მუდმივ ფასებში;
- 1% ზრდა საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულების მთლიან შიდა პროდუქტთან შეფარდების იწვევს 0.2% ზრდას ერთ სულ მოსახლეზე მთლიან შიდა პროდუქტის (მუდმივ ფასებში). 2020 ეს ზრდის ტემპი ნახევრდება ყოველ 3 წელში;
- საგადასახადო განაკვეთი არის 15%;

- საშუალო მოგება საფონდო ბირჟაზე არის 18%.

ზემოთ მოცემულ დაშვებებზე დაყრდნობით ვიწყებთ პროექციის შექმნას 2019 წლის მონაცემების 2017-2018 წლის დაშვებებიდან ექსტრაპოლაციით:

ცხრილი 7. ეკონომიკური ზეგავლენის პროექციის კომპონენტები

	2017	2018	2019
(1) მშპ ესმ ზრდის ტემპი (%)		4.220	4.426
(2) საგადასახადო სარგებელი, ცვლილება (%)		-0.228	-0.228
(3) საფონდო ბირჟის ლიკვიდობა / მშპ, ცვლილება (%)		1.029	1.084
(4) საფონდო ბირჟის ლიკვიდობა / მშპ (%)	0.012	0.012	0.012
(5) მშპ ესმ		4,721	4,930
(6) მოსახლეობა		3,729,600	3,748,248
(7) საფონდო ბირჟის ლიკვიდობა, აშშ დოლარი		2,063,727	2,189,318
(8) საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობიდან მიღებული საგადასახადო სარგებელი		25,560	27,115

პროექციას ვაგრძელებთ 2020-2030 წლების პერიოდისთვის.

ცხრილი 8. პირველი ალტერნატივის სარგებელი (მლნ. აშშ დოლარი)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულება	2.43	2.77	3.26	3.91	4.80	6.03	7.68	9.93	13.03	17.38	23.59
ფისკალური სარგებელი	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.10	0.12	0.16	0.22	0.29



ჯამური სარგებელი	2.46	2.80	3.30	3.96	4.86	6.10	7.78	10.05	13.19	17.60	23.88
------------------	------	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------

### ხარჯები

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ვაფასებთ საზედამხედველო ორგანოს და საინვესტიციო ინდუსტრიის ხარჯებს.

საზედამხედველო ორგანოს ხარჯები მოიცავს თანამშრომელთა შრომის ანაზღაურებას და ზედამხედველობის განხორციელებისთვის საჭირო ადმინისტრაციულ ხარჯებს.

ინდუსტრიის საინვესტიციო ხარჯები დაკავშირებულია ლიცენზიის, ავტორიზაციის, აღიარების ან/და რეგისტრაციის მიღების ხარჯებთან. ასევე, საინვესტიციო ფონდებს წარმოეშობათ ვალდებულება ზედამხედველ ორგანოს წელიწადში ერთხელ წარუდგინონ ანგარიშები შესაბამისი ანგარიშგების ფორმატის დაცვით.

ხარჯების ნაწილში, ასევე, შეფასდა ინდუსტრიის საგადასახადო დანახარჯები.

ცხრილი 9. პირველი ალტერნატივის დანახარჯები (მლნ. აშშ დოლარი)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>საზედამხედველო ორგანოს ხარჯები</b>											
თანამშრომლების დანახარჯი	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
ადმინისტრაციული ხარჯები	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>ინდუსტრიის საინვესტიციო ხარჯები</b>											
სარეგისტრაციო ხარჯები	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
ანგარიშგების ხარჯები	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60
<b>ფისკალური ხარჯი</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>	<b>0.07</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>	<b>0.16</b>	<b>0.22</b>	<b>0.29</b>

**ალტერნატივა 2**

მეორე ალტერნატივა პირველი ალტერნატივის ანალოგიურია, მხოლოდ მისგან განსხვავებით არ ითვალისწინებს საგადასახადო შეღავათების არსებობას. კერძოდ, მეორე ალტერნატივა გულისხმობს, რომ არ იქნება შემოღებული საგადასახადო შეღავათები, როგორცაა მოგების ორმაგი გადასახადის გაუქმება. მოგების ორმაგი გადასახადი გულისხმობს სიტუაციას, სადაც ერთის მხრივ, იბეგრება როგორც საინვესტიციო ფონდის მოგება, ასევე, საინვესტიციო ფონდში გაწევრიანებული ინვესტორის მოგება სარგებლის მიღებისას.

პირველი ალტერნატივისგან განსხვავებით, საგადასახადო სარგებელი მთავრობისთვის და თავის მხრივ, ხარჯი ინდუსტრიისთვის, ორმაგი დაბეგვრის არსებობის გამო, შეადგენს საინვესტიციო ფონდების მოგების 27.75%, ნაცვლად 15%-ისა. ასევე, ვვარაუდობთ, რომ ორმაგი დაბეგვრის არსებობა შეამცირებს საგადასახადო შემოსავლის მშპ-სთან შეფარდებით ზრდის ტემპს 1%-ით. ეს დაშვება გამომდინარეობს ლაფერის მრუდიდან, რომლის მიხედვითაც საგადასახადო შემოსავლის დამოკიდებულება საგადასახადო განაკვეთთან არის დადებითი მცირე განაკვეთებისთვის, აღწევს მაქსიმუმს და შემდეგ არის უარყოფითი მაღალი განაკვეთებისთვის, და შემოსავალი მცირდება აჩქარებული ტემპით.

**ცხრილი 10. მეორე ალტერნატივის სარგებელი (მლნ. აშშ დოლარი)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულება</b>	2.43	2.77	3.26	3.90	4.78	5.99	7.62	9.84	12.89	17.16	23.25
<b>ფისკალური სარგებელი</b>	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.09	0.12	0.16	0.21	0.29
<b>ჯამური სარგებელი</b>	2.46	2.80	3.30	3.95	4.84	6.06	7.71	9.96	13.05	17.37	23.54

ცხრილი 11. მეორე ალტერნატივის დანახარჯები (მლნ. აშშ დოლარი)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>საზედამხედველო ორგანოს ხარჯები</b>											
თანამშრომლების დანახარჯი	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
ადმინისტრაციული ხარჯები	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>საინვესტიციო ინდუსტრიის ხარჯები</b>											
სარეგისტრაციო ხარჯები	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
ანგარიშების ხარჯები	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60
<b>ფისკალური ხარჯი</b>	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.09	0.12	0.16	0.21	0.29
<b>სულ ხარჯები</b>	0.42	0.45	0.51	0.57	0.63	0.69	0.82	0.90	0.99	1.09	1.22

### 5.1. მრავალკრიტერიუმის ანალიზი

მრავალკრიტერიუმის ანალიზის პროცესში იდენტიფიცირებული ამოცანები და კრიტერიუმები, რომელიც კვლევების, შეფასებების, ანგარიშებისა და დაინტერესებულ მხარეებთან კონსულტაციების საფუძველზე დგინდება, როგორც წესი, ინფორმაციის საკმარისი წყაროა გადაწყვეტილების მიმღები პირებისთვის.

მრავალკრიტერიუმის ანალიზის მიდგომა მკაფიოდ გამოხატავს თითოეული ალტერნატივის უპირატესობას ან ნაკლოვანებას სხვადასხვა კრიტერიუმისთვის. მრავალკრიტერიუმის ანალიზი აჯამებს ზეგავლენის რაოდენობრივ, თვისობრივ და მონეტარულ შედეგებს და იძლევა ალტერნატივის სხვადასხვა კრიტერიუმით შეფასების შესაძლებლობას.

მრავალკრიტერიუმის ანალიზი აფასებს პოლიტიკის ალტერნატივებს ეკონომიკური, სოციალური, საჯარო ფინანსების, გარემოზე ზემოქმედების, განხორციელების შესაძლებლობის და სხვა შესაძლო ზეგავლენების მიხედვით. თითოეულ მიმართულებას პრიორიტეტულობის განსაზღვრის მიზნით ენიჭება შესაბამისი წონები და შეფასება ხორციელდება კოეფიციენტით 0-დან 1-მდე (0-100%) შუალედში.

მოცემული კვლევის მრავალკრიტერიუმის ანალიზის ნაწილში პოლიტიკის ალტერნატივები შეფასდა ეკონომიკური და სოციალური ზეგავლენის, საჯარო ფინანსების, ქვეყნისთვის საინვესტიციო რეიტინგის მიღების და განხორციელების შესაძლებლობის მიხედვით. ხუთივე კრიტერიუმს პრიორიტეტულობის მიხედვით მიენიჭა წონა და შესაბამისად, კრიტერიუმების მთლიანი წონა ჯამში 1-ს (100%) გაუტოლდა.

**ეკონომიკურ ზეგავლენას** ყველაზე მაღალი წონა მიენიჭა - **0.55**, რომელიც შეფასდა კერძო დანაზოგების და მსხვილი ინვესტიციების აკუმულირების, კაპიტალის ბაზრის განვითარების და ეკონომიკური ზრდის თვალსაზრისით.

**სოციალურ ზეგავლენას** მიენიჭა **0.10**, რადგან საინვესტიციო ფონდები ფინანსურ რესურსებზე ხელმისაწვდომობით ასტიმულირებენ ისეთ კომპანიებს და პროექტებს, რომელიც ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას და თავის მხრივ, ქმნის სამუშაო ადგილებს.

**საჯარო ფინანსებზე გავლენას** მიენიჭა **0.20**. ფისკალური გავლენა ფასდება სახელმწიფო ბიუჯეტში გადასახადების სახით მიღებული სარგებლით.

**საკრედიტო რეიტინგებში ქვეყნის საინვესტიციო რეიტინგის** მიღებას მიენიჭა **0.10**.

**განხორციელების შესაძლებლობა** შეფასდა **0.05-ით**. აღნიშნული გულისხმობს ალტერნატივებით შემოთავაზებული პოლიტიკის შემუშავების და განხორციელების შესაძლებლობას.

თავის მხრივ, პოლიტიკის თითოეული ალტერნატივა საბაზისო სცენართან მიმართებით ფასდება ქულებით, იმისდა მიხედვით, თუ როგორია მისი ზეგავლენა და მნიშვნელობა უპირატესობის შკალაზე. შეფასება ხორციელდება -5-დან 5 ქულამდე, სადაც “-5”

წარმოადგენს რეალურად ყველაზე ნაკლებად სასურველ ალტერნატივას, ხოლო “5” - ყველაზე მეტად სასურველს.

დაინტერესებულ მხარეებთან კონსულტაციების, ლიტერატურისა და საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინებით შეფასდა თითოეული ალტერნატივის ეფექტიანობა. შედეგად, თითოეული თვისებრივი კრიტერიუმის წონითი კოეფიციენტი გამრავლდა თითოეული ალტერნატივისთვის ამ კრიტერიუმში მინიჭებულ ქულაზე. აღნიშნული ნამრავლით შეფასდა თითოეული ალტერნატივა კონკრეტული კრიტერიუმის მიხედვით. ალტერნატივების საერთო ჯამური ქულების მისაღებად დაჯამდა კრიტერიუმების ჯამური ქულები.

ქვემოთ მოცემულ ცხრილში ალტერნატივების შედეგები შეჯამებულია თვისობრივად და რაოდენობრივად 11-წლიანი პერიოდისთვის.

**ცხრილი 12. მრავალკრიტერიუმიანი ანალიზის შედეგი**

კრიტერიუმი	წონები	ალტ 1	ალტ 2
<b>ხარჯთსარგებლიანობის შედეგი (NPV) (მლნ აშშ დოლარი)</b>		<b>42.79</b>	<b>42.39</b>
<b>ეკონომიკური ზეგავლენა</b>	<b>55%</b>	<b>3.7 (2.05)</b>	<b>1.7 (0.95)</b>
ეფექტიანობა 1 - კერძო დანაშოგების და მსხვილი ინვესტიციების აკუმულირება	20%	4 (0.8)	2 (0.4)
ეფექტიანობა 2 - კაპიტალის ბაზრის განვითარება	20%	4 (0.8)	2 (0.4)
ეფექტიანობა 3 - ეკონომიკური ზრდა	15%	3 (0.45)	1 (0.15)
<b>სოციალური ზეგავლენა</b>	<b>10%</b>	<b>3 (0.3)</b>	<b>1 (0.1)</b>
საჯარო ფინანსები	20%	4 (0.8)	1 (0.2)
საკრედიტო რეიტინგებში ქვეყნის საინვესტიციო რეიტინგის მიღება	10%	3 (0.3)	3 (0.3)
გარემოს დაცვა	N/A	N/A	N/A
განხორციელებადობა	5%	5 (0.25)	5 (0.25)
<b>ჯამი</b>		<b>3.70</b>	<b>1.80</b>

## 5.2. ზეგავლენის შეფასება

ცხრილი 13. შერჩეული ალტერნატივების შედეგები

მაღალი ზეგავლენა	საშუალო ზეგავლენა	დაბალი ზეგავლენა
---------------------	----------------------	---------------------

ზეგავლენა	ალტერნატივა 1	ალტერნატივა 2
<b>ადმინისტრაციული</b>	<p>საინვესტიციო ფონდების ადმინისტრაციული ტვირთი სავარაუდოდ ზომიერი იქნება. დაშვება გაკეთდა, რომ საწყის ეტაპზე მოსალოდნელია 10 საინვესტიციო ფონდის დაარსება და ყოველწლიურად საშუალოდ 5 ახალი საინვესტიციო ფონდის რეგისტრაცია, რაც გარკვეულ ხარჯებთან არის დაკავშირებული. ამასთან, საინვესტიციო ფონდებს წარმოემობათ ანგარიშგების ვალდებულება. აღნიშნულიდან გამომდინარე, ინდუსტრიის შესაბამისობის ხარჯების მიმდინარე ღირებულება 11 წლიან პერიოდში დაახლოებით 4.2 მლნ აშშ დოლარს შეადგენს.</p> <p>რაც შეეხება საზედამხედველო ორგანოს დანახარჯს, რომელიც მოიცავს თანამშრომელთა და ადმინისტრაციული ხარჯებს, ხარჯების მიმდინარე ღირებულება ზემოაღნიშნულ პერიოდში 2.94 მლნ აშშ დოლარს მიაღწევს.</p>	<p>საინვესტიციო ფონდების ადმინისტრაციული ტვირთი ორივე ალტერნატივის დროს იდენტურია. კერძოდ, საინვესტიციო ფონდების ავტორიზების ან რეგისტრირების საფასური და ანგარიშგების დანახარჯი თითოეული საინვესტიციო ფონდისთვის ორივე ალტერნატივის შემთხვევაში უცვლელია. ასევე, იდენტურია საზედამხედველო ორგანოს დანახარჯებიც.</p>
<b>ეკონომიკური</b>	<p>საერთაშორისო პრაქტიკის და ლიტერატურის მიმოხილვის საფუძველზე გამოიკვეთა, რომ საინვესტიციო ფონდების შექმნა მნიშვნელოვანი დადებითი ეკონომიკური გავლენით ხასიათდება. დაგეგმილი რეფორმა, რაც საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკას ეფუძნება, ხელს შეუწყობს საინვესტიციო ფონდების შექმნას და ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის განვითარებას. კერძოდ, მართვის-ქვეშ მყოფი აქტივების მოცულობა, რომლის საწყის ღირებულებად საქართველოს დეპოზიტებზე განთავსებული აქტივების (100 ათასი ლარი და ზევით) დაახლოებით 5% განისაზღვრა,</p>	<p>მეორე ალტერნატივაც, პირველი ალტერნატივის ანალოგიურად დადებით გავლენას იქონიებს ეკონომიკაზე, თუმცა რაოდენობრივმა ანალიზმა ცხადყო, რომ მისი გავლენა ნაკლებეფექტიანი იქნება პირველი ალტერნატივისგან განსხვავებით.</p>

	2030 წლისთვის მოსალოდნელია AUM-ის 2,5 მილიარდი ლარამდე გაზრდა. AUM-ის ზრდა განაპირობებს ემიტენტებისთვის კაპიტალის ხარჯის და ასევე, ემისიის ხარჯის შემცირებას, რაც თავის მხრივ უზრუნველყოფს აქციების და სასესხო ობლიგაციების გამოშვების და მოთხოვნის ზრდას.	
<b>სოციალური</b>	საინვესტიციო ფონდებში მოზიდული ფინანსური რესურსები წარმოადგენენ ისეთ ინსტიტუციონალურ და კერძო დანაშოგებს, რომლებიც სესხებზე ხელმისაწვდომობით ასტიმულირებენ ისეთ კომპანიებს და პროექტებს, რომელიც ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას და ქმნის სამუშაო ადგილებს, რაც მნიშვნელოვანი ფაქტორია საზოგადოებრივი კეთილდღეობის მიღწევის თვალსაზრისით.	გავლენა ხარისხობრივად იგივეა, რაც პირველი ალტერნატივის შემთხვევაში, თუმცა გავლენის მასშტაბი შეიძლება უფრო მცირე იყოს, რადგან მისი ეკონომიკური ზეგავლენა ნაკლებეფექტიანია.
<b>გარემო</b>	N/A	N/A
<b>საჯარო ფინანსები</b>	პირველ ალტერნატივას აქვს მნიშვნელოვანი დადებითი ფისკალური გავლენა. კერძოდ, სარგებელი სახელმწიფო ბიუჯეტზე ფასდება 15 პროცენტული მოგების გადასახადით. იმ დაშვებით, რომ საშუალო მოგება საინვესტიციო ფონდებში განთავსებულ აქტივებზე იქნება 16.16%, ფისკალური სარგებლის წმინდა მიმდინარე დირეზულება 11 წლიან პერიოდში დაახლოებით 1.17 მლნ. აშშ დოლარს გაუტოლდება.	მეორე ალტერნატივაში, პირველ ალტერნატივასთან შედარებით, ფისკალური სარგებელი არის ნაკლები, მიუხედავად იმისა, რომ საგადასახადო განაკვეთი 27,75%-ს შეადგენს, ნაცვლად 15%-ისა. ეს განპირობებულია იმ გარემოებით, რომ მაღალი საგადასახადო ტვირთი ამცირებს ქვეყნის საინვესტიციო ინდუსტრიის მიმზიდველობას კაპიტალის მოზიდვის თვალსაზრისით და ეს უარყოფითი ეფექტი აჭარბებს გაზრდილი საგადასახადო შემოსავლის ეფექტს. ფისკალური სარგებლის წმინდა მიმდინარე დირეზულება 11 წლიან პერიოდში დაახლოებით 1.15 მლნ. აშშ დოლარს გაუტოლდება.

ცხრილი 14. ალტერნატივების ზეგავლენის შეჯამება

ზეგავლენა	სახე: 1) პირდაპირი 2) არაპირდაპირი	ჯგუფ(ებ)ი რომლებმაც განიცადეს ზეგავლენა	მოსალოდნელი შედეგების შეფასება	შესაბამისი საზომი ინდიკატორ(ებ)ი	მოსალოდნელი ალტერნატივები ზეგავლენის ქვეშ მყოფი
<b>ეკონომიკური</b>					
კერძო დანაშოგების და მსხვილი ინვესტიციების აკუმულირება	პირდაპირი	საინვესტიციო ფონდები კომპანიები	დადებითი	2020 წელთან შედარებით 2030 წლისთვის საინვესტიციო აქტივების ღირებულება 10-ჯერ არის გაზრდილი	ალტერნატივა 1, 2
კაპიტალის ბაზრის განვითარება	პირდაპირი	საინვესტიციო ფონდები კომპანიები	დადებითი	2030 წლისთვის საბაზრო კაპიტალიზაცია გაზრდილია	ალტერნატივა 1, 2
ეკონომიკური ზრდა	არაპირდაპირი	მშპ-ს რეალური ზრდა	დადებითი	გაზრდილია მთლიანი შიდა პროდუქტი	ალტერნატივა 1
თავისუფალი კონკურენცია და ინვესტორთა ინტერესების დაცვა	არაპირდაპირი	კომპანიები	დადებითი	მარეგულირებელი ნორმები შესაბამისობაშია ევროკავშირის დირექტივებთან და საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკასთან	ალტერნატივა 1, 2
<b>სოციალური</b>					
სამუშაო ადგილების შექმნა	პირდაპირი	დასაქმებულები	დადებითი	შექმნილია ახალი სამუშაო ადგილები	ალტერნატივა 1, 2
<b>საჯარო ფინანსები</b>					
საბიუჯეტო შემოსავლების ზრდა	პირდაპირი	ხაზინა	დადებითი	გაზრდილი საბიუჯეტო შემოსავლები	ალტერნატივა 1
<b>სუვერენული რეიტინგები</b>					
საკრედიტო რეიტინგებში ქვეყნის საინვესტიციო რეიტინგის მიღება	არაპირდაპირი	კომპანიები	დადებითი	2030 წელს საქართველოს საინვესტიციო რეიტინგი აქვს მინიჭებული	ალტერნატივა 1, 2



## 6. ალტერნატივების ზეგავლენის შედარება

ხარჯთსარგებლიანობის ანალიზიდან გამომდინარე, გამოიკვეთა **პირველი ალტერნატივის** უპირატესობა, რომლის წმინდა სარგებლის მიმდინარე ღირებულება აღემატება მეორე ალტერნატივის წმინდა სარგებელს. ასევე, მნიშვნელოვანი ფაქტორი გამოიკვეთა ფისკალური სარგებლის თვალსაზრისით. კერძოდ, პირველ ალტერნატივასთან შედარებით, მეორე ალტერნატივაში, ფისკალური სარგებელი არის ნაკლები, მიუხედავად იმისა, რომ საგადასახადო განაკვეთი 27,75%-ს შეადგენს, ნაცვლად 15%-ისა. ეს განპირობებულია იმ გარემოებით, რომ მაღალი საგადასახადო ტვირთი ამცირებს კაპიტალის ბაზრის ლიკვიდურობას და ეს უარყოფითი ეფექტი გადააჭარბებს გაზრდილი საგადასახადო შემოსავლის ეფექტს.

პირველ ალტერნატივაში უფრო მეტი კაპიტალია მოზიდული, ვიდრე მეორე ალტერნატივის შემთხვევაში და შედეგად, პირველ ალტერნატივაში მეტია კაპიტალის დანახარჯის შემცირებიდან მიღებული სარგებელიც.

რაც შეეხება დანახარჯებს, ფისკალური დანახარჯის გარდა, საზედამხედველო ორგანოსა და ინდუსტრიის შესაბამისობის დანახარჯები ორივე ალტერნატივაში იდენტურია.

ცხრილი 15. დისკონტირებული ხარჯ-სარგებელი 11 წლიან პერიოდში (მლნ. აშშ დოლარი)

	ალტერნატივა 1	ალტერნატივა 2
მთლიანი სარგებელი	47.36	46.95
მთლიანი დანახარჯი	4.57	4.56
<b>წმინდა სარგებელი (NPV)</b>	<b>42.79</b>	<b>42.39</b>

## 6.1. ეკონომიკური ზეგავლენა

### 6.1.1. საფონდო სექტორის განვითარების ზეგავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე

Levine and Zervos (1998), Rousseau and Wachtel (2000) და Beck and Levine (2004)-ი იკვლევენ თუ როგორ გავლენას ახდენს კაპიტალის ბაზრისა და საბანკო სექტორის განვითარება ეკონომიკურ ზრდაზე. Levine and Zervos (1998)-მა გამოიყენეს ჩვეულებრივი უმცირესი კვადრატურის რეგრესია (Ordinary Least Squares Regression), რომ ეკონომიკის ფინანსურ სტრუქტურასა და მის ზრდის ტემპს შორის დამოკიდებულება გამოეკვლინათ. განსხვავებული მიდგომა გამოიყენეს Rousseau and Wachtel (2000) და Beck and Levine (2004)-მა და ზემოთაღნიშნული დამოკიდებულება გამოიკვლიეს პანელური რეგრესიის მეთოდებით. განსხვავება აღიშნულ კვლევებს შორის იმაშიც მდგომარეობს რომ მკვლევარებმა განსხვავებული მაჩვენებლები აირჩიეს საბანკო სექტორისა და კაპიტალის ბაზრის განვითარების გასაზომად. ტაბელ X-ში ჩამოთვლილია თუ რომელმა კვლევამ რომელი მაჩვენებელი გამოიყენა.

კვლევა	საბანკო სექტორი	საფონდო ბირჟა
<b>Levine and Zervos (1998)</b>	საბანკო სესხები კერძო სექტორისადმი / მთლიან შიდა პროდუქტზე	<ul style="list-style-type: none"> <li>• საბაზრო კაპიტალიზაცია / მთლიანი შიდა პროდუქტი</li> <li>• საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულება / მთლიან შიდა პროდუქტი</li> <li>• საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულება / საბაზრო კაპიტალიზაცია</li> </ul>
<b>Rousseau and Wachtel (2000)</b>	ფულადი მასა (M3) / მთლიანი შიდა პროდუქტი	იგივე რაც Levine and Zervos (1998)
<b>Beck and Levine (2004)</b>	საბანკო სესხები კერძო სექტორისადმი / მთლიან შიდა პროდუქტზე	საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ღირებულება / საბაზრო კაპიტალიზაცია

ზემოთხსენებული კვლევებიდან ვიღებთ რეგრესიის სპეციფიკას და საბანკო სექტორისა და კაპიტალის ბაზრის განვითარების საზომ მაჩვენებლებს, კერძოდ:

- ვიყენებთ ჩვეულებრივი უმცირესი კვადრატურის რეგრესიას (OLS);
- საბანკო სექტორის განვითარების მაჩვენებლად ვიყენებთ შეფარდებას კერძო სექტორისადმი საბანკო სესხების მთლიან შიდა პროდუქტთან;
- კაპიტალის ბაზრის განვითარების მაჩვენებლად ვიყენებთ შეფარდებას საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის მოცულობითი ღირებულება საბაზრო კაპიტალიზაციასთან. მოცემული მაჩვენებელი ზომავს კაპიტალის ბაზრის ლიკვიდურობას.

რეგრესიის მოდელის სპეციფიკა მოცემულია როგორც:

$$y_{i,end} - y_{i,beg} = \alpha y_{beg} + \beta' X_i + \varepsilon_i$$

სადაც,  $y$  არის 2010 წლის დოლარებში ერთ სულ მოსახლეზე მთლიანი შიდა პროდუქტის ლოგარითმი,  $X$  არის დამოუკიდებელი ცვლადები, და  $\varepsilon$  არის ცდომილება. დამოუკიდებელ ცვლადებად ვიყენებთ ზემოთხსენებულ საბანკო სექტორისა და კაპიტალის ბაზრის განვითარების მაჩვენებლებს და ორ საკონტროლო ცვლადს, კერძოდ:

- განათლებაში გატარებული წლების საშუალო რაოდენობა. მოცემული მაჩვენებელი არის ადამიანური კაპიტალის საზომი.
- სამომხმარებლო ფასების ინფლაცია.

აქვე აღვნიშნავთ, რომ რეგრესიაში ვიყენებთ დამოუკიდებელი ცვლადების ლოგარითმებს.

მონაცემების წყაროებად არის გამოყენებული მსოფლიო ბანკის გლობალური ფინანსური განვითარების მონაცემთა ბაზა (Global Financial Development Database), საერთაშორისო ადამიანური განვითარების ინდიკატორებს (Barro and Lee, 2013), და მსოფლიო ბანკის ღია მონაცემთა ბაზა (World Bank Open Data). მოცემული წყაროებიდან შევკრიბეთ მონაცემები 32 ქვეყნისთვის 1989-2012 წლების პერიოდისთვის.

მოცემული შერჩევის მონაცემებზე დაყრდნობით ვახდენთ მოდელის კოეფიციენტების შეფასებას და ვიღებთ შემდეგ შედეგს:

**ცხრილი 16. ეკონომიკური ზეგავლენის მოდელის კოეფიციენტები**

დამოუკიდებელი ცვლადი	კოეფიციენტი	p-value
მუდმივი	-0.311	0.754
მშპ ესმ-ზე პერიოდის დასაწყისში	-0.162	0.019
განათლება, წლები	0.508	0.224
ინფლაცია	0.141	0.138
საბანკო სესხები / მშპ	-0.035	0.530
საფონდო ბირჟის ლიკვიდობა	0.155	0.112

რეგრესიის შედეგები გვიჩვენებს რომ საბანკო განვითარების მაჩვენებელი არ არის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი (აქვს მაღალი p-მაჩვენებელი), რაც განსხვავდება ზემოთაღნიშნული კვლევების რეგრესიულ ანალიზებში მიღებულ შედეგებისგან. თუმცა, ეს სხვაობა შეიძლება აიხსნას იმით, რომ აქ არის გამოყენებული განსხვავებული დროის პერიოდი. Gambacorta, Yang, and Tsatsaronis (2014) ჩატარებულ რეგრესიულ კვლევაში, რომლის მონაცემების პერიოდი იყო 1989-2011 წლები და უფრო ახლოს არის ჩვენს მიერ არჩეულ პერიოდთან, იყო მიღებული იგივე შედეგი საბანკო განვითარების მაჩვენებლის სტატისტიკურ უმნიშვნელობის მხრივ.

რაც შეეხება კაპიტალის ბაზრის განვითარების მაჩვენებელს, იგი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია 15%-იან მნიშვნელობის დონეზე. ის, ასევე, გვიჩვენებს დადებით დამოკიდებულებას კაპიტალის ბაზრის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. კერძოდ, თუ საფონდო ბირჟის ლიკვიდურობა გაიზრდება 1%-ით, ერთ სულ მოსახლეზე მთლიანი შიდა პროდუქტი ზრდის ტემპის ცვლის 95%-იანი ნდობის ინტერვალი იქნება - 0.04%-იდან 0.35%-ამდე.

### 6.1.2. საფონდო სექტორის განვითარების ზეგავლენა უცხოური ინვესტიციების შემოდინებაზე

საფონდო სექტორის განვითარებას აქვს პოტენციალი რომ მოახდინოს გავლენა უცხოურ ინვესტიციების ქვეყანაში შემოდინების დონეზე. აქვე, მოყვანილია საფონდო სექტორის განვითარებასა და უცხოურ ინვესტიციებს შორის ურთიერთდამოკიდებულებაზე არსებული ლიტერატურის მოკლე მიმოხილვა.

Desbordes and Wei (2017) ადგენს მიზნობრივ კავშირს ქვეყანაში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების (Foreign Direct Investment) შემოდინებასა და ამავე ქვეყნის ფინანსურ განვითარებას შორის. კერძოდ, ნახსენებია რომ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების შემოდინება უფრო მაღალია იმ ქვეყნებში სადაც საფონდო ბირჟების საშუალო კაპიტალიზაციის შეფარდება მთლიან შიდა პროდუქტთან არის მაღალი, რადგან ეს განაპირობებს უფრო ინვესტორი ფირმებისათვის უფრო ხელმისაწვდომ დაფინანსების წყაროს არსებობას და ასევე კომპანიების შერწყმის და შეძენის (Mergers and Acquisitions) უფრო მეტ შესაძლებლობას.

ლიტერატურაში ასევე მოყვანილია მტკიცებულებები უცხოური საპორტფელო ინვესტიციების (Foreign Portfolio Investment) შემოდინების დონესა და შიდა კაპიტალის ბაზრის განვითარებას შორის მიზნობრივ კავშირზეც. Makoni and Marozva-მა (2018) შეისწავლეს მაურიტანიის მაგალითი და Granger-ის მეთოდით დაადგინეს მიზნობრივი კავშირი უცხოურ საპორტფელო ინვესტიციებსა და ფინანსური ბაზრის განვითარებას შორის. კერძოდ, მათ აღმოაჩინეს რომ მაურიტანიაში ფინანსური ბაზრის განვითარება იწვევს უცხოურ საპორტფელო ინვესტიციას. Onyeisi et al-მა (2016), ასევე, შეისწავლეს ნიგერიის მაგალითი და აღმოაჩინეს, რომ ნიგერიაში, უცხოური საპორტფელო ინვესტიციები არ იწვევს საფონდო ბაზრის განვითარებას და ეს განპირობებულია ქვეყანაში ხელსაყრელი ბიზნესგარემოს არარსებობით. თუმცა, ბიზნესგარემოს მაღალი დონის შემთხვევაში ეს ურთიერთდამოკიდებულება შეიძლება აღდგეს, ამტკიცებს Onyeisi et al (2016).

## მონიტორინგი და განხორციელება

მთავრობის მიერ მიღებული გადაწყვეტილების (არჩეული ალტერნატივის) განხორციელების შემდეგ, მნიშვნელოვანია მონიტორინგის განხორციელება. ამ ეტაპზე ხდება მიზნების შეფასება ინდიკატორების საშუალებით. აღნიშნული შესაძლებლობას ქმნის საწყის ეტაპზე მოხდეს პრობლემების და რისკების იდენტიფიცირება (ასეთის არსებობის შემთხვევაში), რათა დროულად მოხდეს გარკვეული ცვლილებების განხორციელება.

მოცემული კანონის მონიტორინგი ევალუა საზედამხედველო ორგანოს, რომელიც ამ შემთხვევაში არის საქართველოს ეროვნული ბანკი. საინვესტიციო ფონდები ეროვნულ ბანკს წელიწადში ერთხელ წარუდგენენ ანგარიშებს შესაბამისი ანგარიშგების ფორმატის დაცვით. თავის მხრივ, ეროვნული ბანკი აქვეყნებს საინვესტიციო ფონდების ერთობლივ ანგარიშებს.

## გამოყენებული ლიტერატურა

Barro, R. J. and J. W. Lee. "A New Dataset of Educational Attainment in the World, 1950-2010." *Journal of Development Economics*, vol. 104, 2013, pp. 184-198.

Beck, T. and R. Levine. "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence." *Journal of Banking and Finance*, vol 28, 2004, pp. 423-442.

Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and R. Levine. "A New Database on Financial Development and Structure." *World Bank Economic Review*, no 14, pp. 597-605.

Carter, L. "Investment Funds in Emerging Markets." *IFC Lessons of Experience*, no. 2, 1996.

Desbordes, R. and S. Wei. "The Effects of Financial Development on Foreign Direct Investment." *NBER Working Paper Series*, no. 23309, 2017

Garcia, V. F. and L. Liu. "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development." *Journal of Applied Economics*, vol. 2, no. 1, 1996, pp. 29-59.

Giambacorta, L, J. Yang, and K. Tsatsaronis. "Financial Structure and Growth." *BIS Quarterly Review*, March 2014, pp. 21-35.

Hvozdyk, L. and S. Rustanov. "The Effect of Financial Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility: An Italian Perspective." *International Review of Financial Analysis*, vol. 45, 2016, pp. 62-78.

Levine, R. "Stock Markets, Growth, and Tax Policy." *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 4, 1991, pp. 1445-1465.

Levine, R. and S. Zervos. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." *The American Economic Review*, vol. 88, no. 3, 1998, pp. 537-558.

Makoni, P.L. and G. Marozva. "The Nexus between Foreign Portfolio Investment and Financial Market Development: Evidence from Mauritius." *Academy of Strategic Management Journal*, vol. 17, no. 5, 2018, pp. 1-14.

Onyeisi, O.S., I.S. Odo, and C.I. Anoke. "Foreign Portfolio Investment and Stock Market Growth in Nigeria." *Developing Country Studies*, vol. 6, no. 11, 2016, pp. 64-76.

Rousseau, P.L. and P. Wachtel. "Equity Markets and Growth: Cross-country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995." *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, 2000, pp. 1933-1957.



## დანართი 1

UCITS-სა და გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორის ფონდებს შორის სხვაობა.

UCITS ფონდი	გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორის ფონდი
უნდა გაიაროს ავტორიზაცია შესაბამისი განაცხადის საფუძველზე	უნდა გაიაროს ავტორიზაცია შესაბამისი განაცხადის საფუძველზე
გათვლილია გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორებზე (საჯარო შეთავაზება)	გათვლილია გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორებზე (საჯარო შეთავაზება)
არის მხოლოდ დია ტიპის ფონდი (ფონდს ინვესტორისგან ერთეულის გამოსყიდვის ვალდებულება შეიძლება დაუდგეს ნებისმიერ დროს)	<b>შეიძლება იყოს დია, დახურული და ინტერვალური ფონდი</b>
უნდა ჰყავდეს სპეციალიზებული დეპოზიტარი	უნდა ჰყავდეს სპეციალიზებული დეპოზიტარი
უნდა გააჩნდეს საწყისი კაპიტალი (მინ. 300,000 ლარი)	უნდა გააჩნდეს საწყისი კაპიტალი (მინ. 300,000 ლარი)
<b>ინვესტიციები მხოლოდ მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებში ან ლიკვიდობის მქონე სხვა ფინანსურ აქტივებში</b>	<b>ინვესტიციები შესაძლებელია პროსპექტით დაშვებულ ნებისმიერ აქტივში</b>
თუ ჰყავს აქტივების მმართველი კომპანია, ის უნდა იყოს ლიცენზირებული	თუ ჰყავს აქტივების მმართველი კომპანია, ის უნდა იყოს ლიცენზირებული
შეზღუდვები სესხის აღებაზე და გაცემაზე	

## დანართი 2

საინვესტიციო ფონდები იურიდიული პირის სტატუსისა და ერთეულის გამოსყიდვის მიხედვით.

	დახურული	ღია	ინტერვალური
ერთეულის გამოსყიდვის ვალდებულება	ლიკვიდაციისას	ნებისმიერ დროს	წელიწადში მინიმუმ ერთხელ
საინვესტიციო კომპანია იურიდიული პირის სტატუსით	სააქციო საზოგადოება (სს) შეზღუდული პასუხისგებლობის საზოგადოება (შპს) კომანდიტური საზოგადოება (კს)	სააქციო საზოგადოება (სს)	სააქციო საზოგადოება (სს)
ერთობილი საინვესტიციო ფონდი იურიდიული პირის შეუქმნელად	დაშვებულია	დაშვებულია	დაშვებულია

### დანართი 3

საინვესტიციო ფონდის ტიპები რეგულირების / შეთავაზების / პოლიტიკის და ანგარიშგების მოთხოვნის მიხედვით.

	რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდი	გაუთვითცნობიერებელი (საცალო) ინვესტორების საინვესტიციო ფონდი	მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო ფონდი (UCITS)
გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორების რაოდენობა	≤ 20 გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორი	განუსაზღვრელი	განუსაზღვრელი
საინვესტიციო ფონდის ტიპი (ერთეულის გამოსყიდვა)	ღია ინტერვალური დახურული	ღია ინტერვალური დახურული	ღია
რეგულირების რეჟიმი (ერთეულის შეთავაზება / გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორის რაოდენობა)	<ul style="list-style-type: none"> <li>რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდი</li> <li>ლიცენზირებული ან რეგისტრირებული აქტივების მმართველი კომპანია</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდი</li> <li>ლიცენზირებული აქტივების მმართველი კომპანია</li> <li>სპეციალიზებული დეპოზიტარი</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდი</li> <li>ლიცენზირებული აქტივების მმართველი კომპანია</li> <li>სპეციალიზებული დეპოზიტარი</li> </ul>
საინვესტიციო პოლიტიკა	არ აქვს განსაზღვრული შეზღუდვები	შეზღუდული; ექვემდებარება ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილ ნორმატიულ აქტებს	შეზღუდული; მხოლოდ ლიკვიდური ფინანსური ინსტრუმენტები

<p>მოთხოვნილი დოკუმენტაცია პერიოდული ანგარიშგება</p>	<p>და</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• წლიური ანგარიში (როგორც სდპ)</li> <li>• ინფორმაცია ინვესტორების, საინვესტიციო სტრატეგიისა და საინვესტიციო აქტივების შესახებ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• პროსპექტი</li> <li>• ინვესტორისათვის წარსადგენი ძირითადი საინფორმაციო დოკუმენტი (KIID)</li> <li>• წლიური და შუალედური ანგარიშები</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• პროსპექტი</li> <li>• ინვესტორისათვის წარსადგენი ძირითადი საინფორმაციო დოკუმენტი (KIID)</li> <li>• წლიური და შუალედური ანგარიშები</li> </ul>
--	---	--	--