



**USAID**  
 ამერიკელი ხალხისგან

**ISET**

International School of Economics at TSU  
 Policy Institute



## რეფორმეტრი

# კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის პროგრესის შეფასებითი ანგარიში

იანვარი, 2024

**USAID-ის ეკონომიკური მმართველობის პროგრამის საგრანტო აქტივობა: რეფორმების პროგრესის მონიტორინგის სისტემა „რეფორმეტრის“ მხარდაჭერა**

*შენიშვნა: წინამდებარე ანგარიშის მომზადება შესაძლებელი გახდა ამერიკელი ხალხის მიერ, USAID-ის მეშვეობით გაწეული დახმარების შედეგად. ანგარიშის შინაარსი შესაძლოა არ წარმოადგენს USAID-ის ან ამერიკის შეერთებული შტატების მთავრობის შეხედულებებს.*

## სარჩევი

კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის შესახებ .....	3
რეფორმების მეთოდოლოგია .....	4
რეფორმის მიმდინარე და დაგეგმილი აქტივობების შეფასება.....	5
დაინტერესებული მხარეების შეფასება .....	11
საჯარო-კერძო დიალოგი .....	12
რეფორმის მონიტორინგის ობიექტური ინდიკატორები .....	15
1. კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა .....	15
1.1. ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება .....	17
1.2. ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება.....	17
2. კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის .	18
2.1. ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება.....	20
2.2. უცხოური ინვესტიციების ზრდა საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე.....	21
დანართი N1. დაინტერესებული მხარეთა კითხვარი .....	22
დანართი N2. კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის PPD დონისძიებაზე წარმოდგენილი პრეზენტაციები.....	23



## კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის შესახებ

კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის შეფასება დაკავშირებულია კაპიტალის ბაზრის განვითარების 2023-2028 წლების სტრატეგიით დაგეგმილი ინიციატივების განხორციელებასთან. სტრატეგიის მიზანია კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა, ასევე კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისთვის. სტრატეგიის ხედვით, საქართველოს კაპიტალის ბაზარი 2028 წლისთვის რეგიონში მოწინავე კაპიტალის ბაზრად უნდა ჩამოყალიბდეს.

2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია ძირითადი დაინტერესებული მხარეების, მათ შორის საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს, საქართველოს ეროვნული ბანკის, კერძო სექტორის წარმომადგენლებისა და აზიის განვითარების ბანკის ექსპერტების აქტიური ჩართულობით შემუშავდა. რეფორმის განხორციელების პროცესში ასევე ჩართულები არიან სსიპ დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახური და სსიპ საპენსიო სააგენტო.

სტრატეგიის თანახმად, საქართველოში კაპიტალის ბაზრის მთავარ გამოწვევას მისი განვითარების დაბალი დონე წარმოადგენს. აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკის ამჟამინდელი ზომა და კორპორატიული სექტორის ფინანსური მაჩვენებელი მნიშვნელოვნად ზღუდავს კაპიტალის ბაზრის განვითარების პოტენციალს. დღეისათვის ბაზარზე მიწოდების მხრიდან ფინანსური ინსტრუმენტების ემისიების, ხოლო მოთხოვნის მხრიდან - ინვესტორთა ნაკლებობა ვლინდება.

ბოლო წლებში, საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით მნიშვნელოვანი ზომები იქნა მიღებული. გრძელვადიანი ადგილობრივი კაპიტალის მობილიზების ხელშეწყობის მიზნით, სხვა ღონისძიებებთან ერთად, შემუშავდა საინვესტიციო ფონდების ახალი სამართლებრივი ჩარჩო, ასევე, დაინერგა სავალდებულო და ნებაყოფლობითი საპენსიო სქემები.

ზემოთხსენებული ინიციატივების მიუხედავად, აღსანიშნავია, რომ კაპიტალის ბაზარი გამოირჩევა პატარა და ნაკლებად დივერსიფიცირებული ადგილობრივი ინსტიტუციური ინვესტორთა ბაზით. ფინანსური რესურსების ეფექტურად მობილიზების მხრივ მნიშვნელოვან გამოწვევას ინვესტორების შეზღუდული მონაწილეობა წარმოადგენს. კომერციული ბანკების დომინირება იწვევს კონცენტრირებულ ინვესტორთა ბაზას, რაც ზღუდავს ბაზარზე არსებული ფინანსური ინსტრუმენტების მრავალფეროვნებას. ამრიგად, გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს ინსტიტუციური ინვესტორების ჯგუფის გაფართოებას, დივერსიფიცირებასა და მათი ჩართულობის გაზრდას კაპიტალის ბაზარზე.

ინსტიტუციურ ინვესტორთა ბაზის განვითარებასთან დაკავშირებული გამოწვევების გათვალისწინებით, ცალსახაა, რომ საინვესტიციო ფონდების საკანონმდებლო ჩარჩოს მიღების შედეგების შეფასება რეფორმის პროგრესის მნიშვნელოვანი ასპექტია. გარდა ამისა, სამთავრობო კვლევის შედეგების გათვალისწინებით, გამოიკვეთა, რომ კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი ასპექტი „ნებაყოფლობითი საპენსიო სქემების შესახებ“ საქართველოს კანონის პროექტის მიღებაა. ამ მიმართულებით მიღწეული პროგრესი რეფორმის შესახებ გამართული, რიგით მეორე საჯარო-კერძო დიალოგის დროს განხილვის მთავარი საგანი იყო.

## რეფორმების მეთოდოლოგია

„რეფორმების“ ფარგლებში, შერჩეული რეფორმების შეფასებისათვის გამოყენებულია სამი ძირითადი ინსტრუმენტი:

1. სამთავრობო კვლევა ხარისხობრივი გამოკითხვის გზით აფასებს რეფორმის განხორციელების პროცესში რეფორმის დამნერგავი სამთავრობო უწყებების საქმიანობას ოთხი ძირითადი მიმართულებით: საკანონმდებლო ჩარჩო; ინფრასტრუქტურა და ბიუჯეტი; ინსტიტუციური მოწყობა; კომპეტენციის გაძლიერება. აღნიშნული გამოკითხვა 0-100% შუალედში ზომავს რამდენად ახლოს არიან რეფორმის დამნერგავი უწყებები რეფორმის მიერ განსაზღვრული ამოცანების შესრულებასთან.

2. დაინტერესებულ მხარეთა გამოკითხვის ფარგლებში რეფორმის დაინტერესებული მხარეები შეფასებენ ოთხი ძირითადი მიმართულებით ახორციელებენ: რეფორმის შინაარსი და ადეკვატურობა; რეფორმის სფეროში არსებული ვითარება; რეფორმის დანერგვაში მიღწეული პროგრესი; რეფორმის მოსალოდნელი შედეგები. თითოეული კომპონენტი 10 ქულიან შკალაზე ფასდება (იხ. დანართი N1 - დაინტერესებულ მხარეთა კითხვარი).

3. დამატებით, რეფორმის პროგრესის შესაფასებლად გამოყენებულია რეფორმის მოსალოდნელ შედეგებთან დაკავშირებით იდენტიფიცირებული ეკონომიკური ინდიკატორები.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის შეფასება ზემოთ ხსენებულ სამივე მიმართულებას მოიცავს. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმაში ასახული ინიციატივების განხორციელების პროგრესის შესაფასებლად ჩატარდა სამთავრობო კვლევა, რომელიც ეფუძნება რეფორმის განმახორციელებელი უწყებების შეფასებას. იმის გათვალისწინებით, რომ სტრატეგია 2023-2028 წლებს მოიცავს, სამთავრობო კვლევაში ასახული აქტივობები განახლდება 2025-2026 და 2027-2028 წლების სამოქმედო გეგმების გამოქვეყნების შემდეგ.

2023 წლის 20 დეკემბერს კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის შესაფასებლად გაიმართა რიგით მეორე საჯარო-კერძო დიალოგი. შეხვედრის ფარგლებში, მონაწილეებმა, გარდა რეფორმის განმახორციელებელი უწყებებისა, რეფორმის წინსვლა დაინტერესებულ მხარეთა ანონიმური გამოკითხვის საშუალებით შეაფასეს.

რეფორმის მოსალოდნელი შედეგების შეფასებისთვის გამოყენებული ეკონომიკური ინდიკატორები ეფუძნება სტრატეგიაში განსაზღვრულ ინდიკატორებს.

## რეფორმის მიმდინარე და დაგეგმილი აქტივობების შეფასება

რეფორმის მიმდინარე და დაგეგმილი აქტივობები კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმის მიხედვით განისაზღვრა. დაგეგმილი ცვლილებები დაჯგუფებულია ორ მიზნად და ექვს ამოცანად.

დაგეგმილი აქტივობების პირველი მიმართულება კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდასთან დაკავშირებულ ამოცანებს მოიცავს:

- ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება;
- ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება;
- სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე.

მეორე მიმართულება მოიცავს ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის კაპიტალის სტიმულირებასა და მობილიზებასთან დაკავშირებულ ამოცანებს:

- ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება;
- პროფესიონალებისა და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა;
- ადგილობრივი კაპიტალის ბაზარზე უცხოური ინვესტიციების ზრდა.

წარმოდგენილი მიმართულებებისა და სამთავრობო კვლევის ნაწილში განსაზღვრული რეფორმის შეფასების ოთხი ძირითადი კომპონენტის (საკანონმდებლო ჩარჩო, ინსტიტუციური მოწყობა, ინფრასტრუქტურა და ბიუჯეტი, კომპეტენციების გაძლიერება) გათვალისწინებით, ცხრილებში 1 და 2 წარმოდგენილია ინფორმაცია რეფორმით განსაზღვრული ძირითადი აქტივობების, პასუხისმგებელი უწყებებისა და პროგრესის სტატუსის შესახებ.

### ცხრილი 1. კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა

ამოცანა	აქტივობა	პასუხისმგებელი უწყება	განხორციელების სტატუსი
<b>საკანონმდებლო ჩარჩო</b>			
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	სეკიურიტიზაციის შესახებ საქართველოს კანონის მიღება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დასრულებული
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	საჯარო ობლიგაციებისთვის საგადასახადო სტიმულირების გახანგრძლივების მექანიზმის საჭიროების ანალიზის ჩატარება და შესაბამისი შედეგების გახანგრძლივება	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	დასრულებული
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	მაღალი რისკების შემცველი ფინანსური ინსტრუმენტების (Short selling) და ფასიანი ქაღალდების გასესხების რეგულაციების შემუშავება და დანერგვა	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	ევროკავშირის საუკეთესო პრაქტიკის შესაბამისად, სავაჭრო ადგილების (ბირჟების) რეჟიმისა და კონცენტრაციის წესების გადახედვა და შესაბამისი რეგულაციების მიღება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი



ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის სამართლებრივი ჩარჩოს მიღება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დასრულებული
ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდების სტიმულირებისთვის საგადასახადო ჩარჩოს მიღება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	მიმდინარე
ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	ორმაგი განთავსება/ დეპოზიტარული ხელწერილის ჩარჩო რეგულაციის შემუშავება და მიღება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი
სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე	საჯარო კორპორაციების კანონის მიღება	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	მიმდინარე
<b>ინფრასტრუქტურა და ბიუჯეტი</b>			
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	სტანდარტიზებული ონლაინ სისტემის შემუშავება და საპილოტედ დანერგვა ობლიგაციების საჯარო შეთავაზების ეტაპობრივი განთავსებისათვის (Shelf-registration)	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი
ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	საზიარო ინფორმაციული ტექნოლოგიების სისტემის დანერგვა დერივატივის კონტრაქტებისთვის	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი
<b>ინსტიტუციური მოწყობა</b>			
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების წინასწარი და ვაჭრობის შედეგად დადგენილი ფასების საჯაროდ გამოქვეყნება	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	მიმდინარე
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	საცალო ინვესტირებისათვის ობლიგაციების ბაზრის განვითარების მიდგომისა და სავაჭრო ადგილის (ბირჟის) განსაზღვრის მიზნით კონცეფციის შემუშავება	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	მიმდინარე
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	მწვანე/გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი/გენდერული ობლიგაციების გაიდლაინების შემუშავება და 4 ობლიგაციის გამოშვება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	მიმდინარე
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	საქართველოს საფონდო ბირჟის (GSE-ის) ორგანიზაციული, კორპორატიული მმართველობის და მფლობელობითი სტრუქტურის შეფასება და რეკომენდაციების შესრულების	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი





მონიტორინგი			
ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	მცირე და საშუალო ბიზნესის დაფინანსების მხარდასაჭერად კერძო კაპიტალის ინსტრუმენტის შემუშავება	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	მიმდინარე
ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	კაპიტალის ბაზარზე რისკზე დაფუძნებული ზედამხედველობისა და აღსრულების მექანიზმების დანერგვა	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი
სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე	სახელმწიფო საწარმოების მიერ კორპორატიული განზრახულობის განაცხადის (Statement of Corporate Intent) შემუშავება	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	დასრულებული
კომპეტენციის გაძლიერება			
ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება	ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველისათვის ბაზრის მანიპულირების და სხვა შესაბამისი აღსრულების ღონისძიებების განხორციელების უნარების გაძლიერება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი
ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	ინვესტორთა დაინტერესების მიზნით, სავაჭრო ადგილებზე (ბირჟებზე) პირველადი საჯარო შეთავაზებების სტიმულირება საინფორმაციო ღონისძიებების ჩატარებით	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დაგეგმილი
ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	დერივატივებისა და სასაქონლო ბაზრის განვითარების შეფასების ანალიზის ჩატარება და გამოქვეყნება კონსულტაციებისთვის	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დაგეგმილი

პასუხისმგებელი უწყებების წარმომადგენლების მიერ რეფორმის განხორციელების ხარისხობრივი შეფასების შედეგად მნიშვნელოვანი პროგრესი საკანონმდებლო ჩარჩოს კომპონენტში გამოიკვეთა. აღსანიშნავია, რომ ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის გაძლიერების მიმართულებით ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ინიციატივას სეკიურიტიზაციის კანონმდებლობის შემუშავება წარმოადგენს. „ფასიან ქაღალდებზე გარდაქმნის შესახებ“ კანონის პროექტი საქართველოს პარლამენტმა 2023 წლის დეკემბერში მიიღო და ის 2024 წლის აპრილიდან ამოქმედდება. ეს კანონმდებლობა მიზნად ისახავს სეკიურიტიზაციის ოპერაციების სამართლებრივი და ფინანსური ასპექტების რეგულირებას და ჩართული მხარეების როლის განსაზღვრას. კანონის აღსრულება ხელს შეუწყობს ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას. სეკიურიტიზაციის გარიგება კომპანიებისათვის დამატებითი კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ წყაროს წარმოადგენს.

ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით, დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ კანონმდებლობა საქართველოს პარლამენტმა 2023 წლის ნოემბერში მიიღო. საქართველოში კაპიტალის ბაზრის წინსვლისთვის გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს სააქციო კაპიტალის მეორადი ბაზრის განვითარებას, რაც გულისხმობს ინფრასტრუქტურული ღონისძიებების



განხორციელებას, მათ შორის დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების სამართლებრივი ჩარჩოს მიღებას.

აღნიშნულ აქტივობებში მიღწეული წინსვლის მიუხედავად, აღსანიშნავია, რომ 2023 წლისათვის განსახორციელებელი რამდენიმე ღონისძიება ჯერ კიდევ მიმდინარეობს. ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის წახალისების მიზნით, სტრატეგია მოიცავს საგადასახადო ჩარჩოს შემუშავებას უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდების სტიმულირებისთვის. ამ მიმართულებით, საქართველოს ეროვნული ბანკი საგადასახადო სტიმულების შემუშავების პროცესშია. საგადასახადო ჩარჩოს მიღება 2024 წლისთვის იგეგმება.

რეფორმის კიდევ ერთი მიმართულება ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდაზეა ორიენტირებული. ეს უკანასკნელი, მიზნად ისახავს ბაზარზე პოტენციური ემიტენტების რაოდენობის გაზრდას. აღნიშნულის მისაღწევად, სტრატეგიაში გათვალისწინებულია საჯარო კორპორაციის შესახებ კანონის მიღება, რომლის მიზანია სახელმწიფო საწარმოების კორპორატიული მართვის გაუმჯობესება და ფასიანი ქაღალდების ემისიისთვის მომზადება. სამთავრობო კვლევის თანახმად, კანონის პროექტი საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ მოამზადა და მისი წარდგენა საქართველოს პარლამენტში 2024 წელს იგეგმება.

სამთავრობო კვლევის კიდევ ერთი კომპონენტი, ინსტიტუციური მოწყობა მოიცავს მნიშვნელოვან აქტივობებს ადგილობრივი ობლიგაციებისა და სააქციო ბაზრების განვითარების ხელშეწყობისთვის. მაგალითად, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მიიღო მწვანე ტაქსონომია და მწვანე/გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი/გენდერული თანასწორობის ობლიგაციების რეგულაციის მიღებას გეგმავს. ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით, სამოქმედო გეგმა ითვალისწინებს კერძო კაპიტალის ფონდებისა და ვენჩურული ფონდების შექმნის სტიმულირებას. საინვესტიციო ფონდების განვითარება ბაზარზე მცირე და საშუალო საწარმოებისთვის დამატებით კაპიტალს შექმნის.

**ცხრილი 2. კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის**

	აქტივობა	პასუხისმგებელი უწყება	განხორციელების სტატუსი
<b>ამოცანა</b>			
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სამართლებრივი და მარეგულირებელი ჩარჩოს მიღება	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დასრულებული
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	საპენსიო სააგენტოს საინვესტიციო მანდატის გაფართოების სამართლებრივი ჩარჩოს მიღება	სსიპ საპენსიო სააგენტო	დასრულებული
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	ღია ფინანსების ხელშესაწყობად, ფინტექებისათვის ფართო სექტორული სენდბოქსის მარეგულირებელი ჩარჩოს შემუშავება და ამოქმედება	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო/საქართველოს ეროვნული ბანკი	დასრულებული





პროფესიონალი და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა	დაგროვილი კაპიტალის მართვის ჩარჩოს შექმნა ტრასტების შესახებ ჰააგის კონვენციასთან მიერთებით და საოჯახო ფონდების (ე.წ. family offices) დამკვიდრების გზით	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	მიმდინარე
<b>ინსტიტუციური მოწყობა</b>			
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	კონკურენტუნარიანობის წახალისების შეფასების ინსტრუმენტის დანერგვა პროგრამებისა და საკანონმდებლო საქმიანობის განხორციელების პროცესებში	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დაგეგმილი
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	მეორად ბაზარზე ღია ბაზრის ოპერაციების მექანიზმის გადახედვა	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დასრულებული
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	საინვესტიციო ფონდების ბაზრის სტიმულირებისათვის მხარდაჭერი ინსტრუმენტის შემუშავება ვენჩერული კაპიტალისა და კერძო კაპიტალის ფონდების დაფუძნებისათვის	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	მიმდინარე
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	სიცოცხლის დაზღვევის პროდუქტების შექმნა და მინიმუმ ორი სადაზღვევო კომპანიის მიერ გაყიდვა	სახელმწიფო დაზღვევის ზედამხედველობის სამსახური	დაგეგმილი
პროფესიონალი და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა	საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდისათვის ბაზრის შუამავლების, ფინანსური მრჩეველების და სადაზღვევო ბროკერების გაერთიანების ჩამოყალიბება	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დაგეგმილი
<b>კომპეტენციის გაძლიერება</b>			
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	კაპიტალის ბაზრის კონკურენციის კვლევის ჩატარება	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დაგეგმილი
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	მიზანშეწონილობის ანალიზის ჩატარება endowment-ის ტიპის საინვესტიციო ფონდების დაარსებისთვის	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დაგეგმილი
ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება	საინფორმაციო შეხვედრების ჩატარება ბაზრის მონაწილეებისთვის დერივატივების/სასაქონლო ინსტრუმენტებისა და რისკების მართვის ინსტრუმენტების ირგვლივ	საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო/ საქართველოს ეროვნული ბანკი	დაგეგმილი



ინსტიტუციური ინვესტიციების ბაზის განვითარება	ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემების ზედამხედველისათვის ბაზრის მანიპულირების და სხვა შესაბამისი აღსრულების ღონისძიებების განხორციელების უნარების გაძლიერება	სსიპ სახელმწიფო დაზღვევის ზედამხედველობის სამსახური	დაგეგმილი
პროფესიონალი და საცალო ინვესტიციების ჩართულობის გაზრდა	საცალო ინვესტიციებში ცნობიერების ასამაღლებლად FinEdu-ს პლატფორმაში კაპიტალის ბაზრის სეგმენტის დამატება	საქართველოს ეროვნული ბანკი	დასრულებული
პროფესიონალი და საცალო ინვესტიციების ჩართულობის გაზრდა	სახელმწიფო ობლიგაციების ბენჩმარკისა და საინვესტიციო შემოსავლის პოპულარიზაცია ამ ინფორმაციის საჯაროდ გამოქვეყნებისა და საინფორმაციო მეხვედრების ჩატარების გზით	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	მიმდინარე
უცხოური ინვესტიციების გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე	მომხმარებლისთვის მოსახერხებელი საგადასახადო სახელმძღვანელოს შემუშავება და გამოქვეყნება ინგლისურ ენაზე კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებისთვის და სხვადასხვა საგადასახადო რეჟიმებისთვის	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო	დაგეგმილი
უცხოური ინვესტიციების გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე	როდუნების მოწყობა და პოტენციური ინვესტორთა სიის შედგენა და მათთან შემდგომი კომუნიკაცია	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო/ საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო	დასრულებული

შეფასების პერიოდში, ინსტიტუციური ინვესტიციების ბაზის განვითარების მიმართულებით, სახელმწიფოს პოლიტიკა საპენსიო სქემების საკანონმდებლო ჩარჩოს განვითარებაზე იყო ორიენტირებული. 2023 წელს საქართველოს პარლამენტმა საპენსიო რეფორმასთან დაკავშირებული ორი საკანონმდებლო აქტი მიიღო. პირველი აქტი „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილებების შეტანასა და საპენსიო სააგენტოს საინვესტიციო მანდატის გაფართოებას მოიცავს, ხოლო მეორე - ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სისტემის სამართლებრივი ჩარჩოს ჩამოყალიბებას. „ნებაყოფლობითი კერძო პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონის თანახმად, აქტივების მმართველ კომპანიებსა და სადაზღვევო კომპანიებს შეუძლიათ განახორციელონ ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემები. ეს უკანასკნელი, სავარაუდოდ, ხელს შეუწყობს საფინანსო სექტორის დივერსიფიკაციას სადაზღვევო კომპანიების მთლიანი აქტივების ზრდის საფუძველზე.

გარდა ამისა, აღსანიშნავია, რომ 2023 წელს დაგეგმილი აქტივობებიდან, კაპიტალის ბაზრის კონკურენციის კვლევა არ არის განხორციელებული. დაგეგმილი კვლევა მიზნად ისახავს კონკურენტული გარემოს ხელშემწყობი ფაქტორების იდენტიფიცირებას, ასევე საკანონმდებლო და მარეგულირებელ საქმიანობაში კონკურენტუნარიანობის შეფასების ინსტრუმენტის დანერგვისათვის აუცილებელი ღონისძიებების განსაზღვრას. განმხორციელებელი უწყების ინფორმაციით კვლევა 2024 წელს დაიწყება.

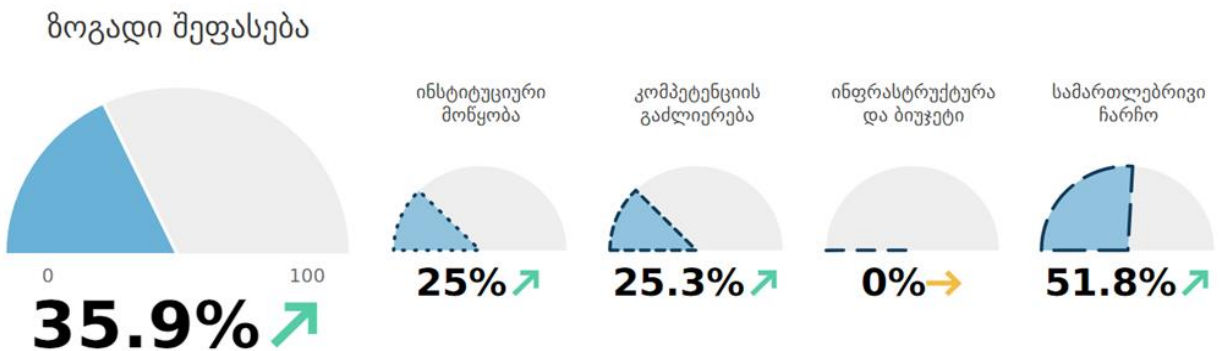
რეფორმის სხვა აქტივობების განხორციელება ეტაპობრივად, 2023-2028 წლების პერიოდში იგეგმება. ამ ეტაპისთვის, სამოქმედო გეგმაში დეტალურად არის გაწერილი 2023-2024 წელს

დაგეგმილი აქტივობები. შესაბამისად, 2024 წლის შემდეგ საჭირო იქნება სამთავრობო კვლევის ფარგლებში რეფორმის განხორციელების პროგრესის შეფასებისას იმ მიმართულებების გათვალისწინება, რომელიც არ არის მოცემული 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმებში.

სამთავრობო კვლევის მეთოდოლოგიის მიხედვით, თითოეული კომპონენტის ქვეშ დაგეგმილი აქტივობების რაოდენობისა და მნიშვნელობის გათვალისწინებით, რეფორმის პროგრესის შეფასების ოთხი მიმართულების შესაბამისი წონები განისაზღვრა. წონები გადანაწილდა შემდეგვარად: სამართლებრივი ჩარჩო - 45%; ინსტიტუციური მოწყობა - 30%; ინფრასტრუქტურა და ბიუჯეტი - 5%; კომპეტენციების გაძლიერება - 20%.

სამთავრობო კვლევის თანახმად, კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმების ქვეშ დაგეგმილი აქტივობების 35.9% შესრულებულია. რეფორმის განხორციელების პროგრესი მკვეთრად არის გაუმჯობესებული 2023 წლის ივნისში ჩატარებულ შეფასებასთან შედარებით, რომლის მიხედვითაც დაგეგმილი აქტივობების 11,7% იყო განხორციელებული. შესრულების ყველაზე მაღალი მაჩვენებელი საკანონმდებლო ჩარჩოს (51,8%) კომპონენტით დაგეგმილ აქტივობებში დაფიქსირდა. დადებითად შეფასდა ინსტიტუციურ მოწყობასა და კომპეტენციის გაძლიერებასთან დაკავშირებული აქტივობების პროგრესი. თუმცა, ინფრასტრუქტურისა და ბიუჯეტის მიმართულება, რომელიც 2024 წელს მხოლოდ ორ დაგეგმილ აქტივობას მოიცავს, ყველაზე დაბალი მაჩვენებლით შეფასდა.

**დიაგრამა 1. სამთავრობო კვლევის შედეგები**

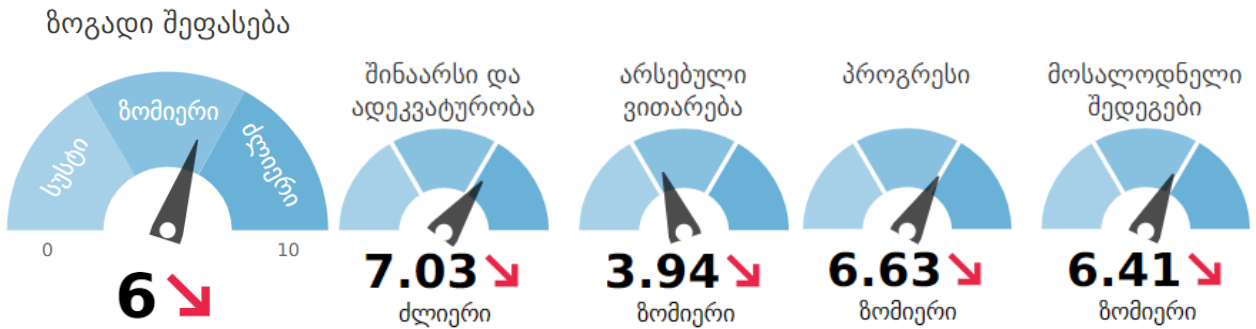


**დაინტერესებული მხარეების შეფასება**

კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის შესახებ გამართულ რიგით მეორე საჯარო-კერძო დიალოგის შეხვედრაზე დაინტერესებული მხარეების (რეფორმის განმახორციელებელი სახელმწიფო უწყებების გარდა) ანონიმური გამოკითხვის საფუძველზე, რეფორმა 10 ქულიდან 6 ქულით შეფასდა, რაც შეხვედრის მონაწილეების მიერ რეფორმის მიმდინარეობის უომიერ შეფასებაზე მიუთითებს.

დიაგრამა 2-ში წარმოდგენილია დაინტერესებულ მხარეთა გამოკითხვის შედეგები, რომლის მიხედვითაც პოზიტიურად შეფასდა რეფორმის შინაარსი და ადეკვატურობა, ხოლო რეფორმის პროგრესის, მოსალოდნელი შედეგებისა და არსებული ვითარების მიმართულებით უომიერი შედეგები დაფიქსირდა. აღსანიშნავია, რომ 2023 წლის ივნისში ჩატარებულ საჯარო-კერძო დიალოგზე დაინტერესებულ მხარეთა შეფასებებთან შედარებით, შეფასების ყველა ასპექტში ქულების კლება დაფიქსირდა.

**დიაგრამა 2. დაინტერესებულ მხარეთა გამოკითხვის შედეგები კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის შეფასებაზე**



**საჯარო-კერძო დიალოგი**

კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის მეორე საჯარო-კერძო დიალოგის შეხვედრა 2023 წლის 20 დეკემბერს გაიმართა. შეხვედრაში მონაწილეობდნენ საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების, საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურის, საქართველოს ეროვნული ბანკის, საპენსიო სააგენტოს, საქართველოს პარლამენტის კვლევითი ცენტრის, საქართველოს ბანკის, საქართველოს საბანკო ასოციაციის, გაზელ ფაინენსის, საქართველოს რეგისტრატორის, საქართველოს მცირე და საშუალო საწარმოთა ასოციაციის, ოპერაციების კვლევის ინსტიტუტის, PMCG-ის, თიბისი აქტივების მართვის, თიბისი დაზღვევის, USAID-ის ფინანსური ინოვაციების პროგრამისა და USAID ეკონომიკური მმართველობის პროგრამის წარმომადგენლები.

ღონისძიების გახსნითი ნაწილის შემდეგ, „რეფორმეტრის“ პროექტის მენეჯერმა რეფორმის პროგრესის შეფასება, სამთავრობო კვლევის შედეგები და სექტორის განვითარების ინდიკატორები წარადგინა. შეფასების მიხედვით, ამ ეტაპზე, კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმით განსაზღვრული აქტივობების 35.9% არის განხორციელებული. სამთავრობო კვლევის ფარგლებში რეფორმის პირველ შეფასებასთან შედარებით, რომელიც 2023 წლის ივნისში გაიმართა, რეფორმის პროგრესის მკვეთრი გაუმჯობესება დაფიქსირდა.

„რეფორმეტრის“ პრეზენტაციის შემდეგ საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს წარმომადგენელმა ნებაყოფლობითი საპენსიო რეფორმის შესახებ ისაუბრა. მომხსენებელმა „ნებაყოფლობითი კერძო პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიზნები, მოსალოდნელი შედეგები და დღეს მოქმედ სისტემასთან შედარებით არსებული უპირატესობები განიხილა. მისი განცხადებით, დღეს არსებული კერძო საპენსიო სისტემა არაუფექტურია და არ შეიცავს საგადასახადო შეღავათების მექანიზმებს, რაც მნიშვნელოვანია კერძო საპენსიო სქემაში ადამიანების მონაწილეობის წახალისებისთვის. შესაბამისად, ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სისტემის განვითარებისა და მოსახლეობის მხრიდან დაინტერესების ზრდის ხელშეწყობისთვის, ნებაყოფლობითი სისტემისათვის შემოღებულ იქნა სავალდებულო დაგროვებითი საპენსიო სისტემის მსგავსი საგადასახადო შეღავათები. აღნიშნული შეღავათები ვრცელდება საპენსიო შენატანებზე, მიღებულ მოგებასა და პენსიის გაცემაზე. ამასთანავე, კანონით ნებაყოფლობითი საპენსიო სქემების რეგულირების ვალდებულება საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურს ეკისრება.

შეხვედრა ეროვნული ბანკის კაპიტალის ბაზრის ზედამხედველობის დეპარტამენტის წარმომადგენლის პრეზენტაციით გაგრძელდა. მომხსენებელმა ყურადღება კაპიტალის ბაზრის განვითარებასთან დაკავშირებულ მიღწევებზე და საინვესტიციო ფონდების





განვითარების სამომავლო პოტენციალზე გაამახვილა. მნიშვნელოვან განხორციელებულ აქტივობებს შორის ხაზგასმული იყო დაგროვებითი საპენსიო სისტემის, „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის, „იპოთეკით დაცული ობლიგაციების შესახებ“ საქართველოს კანონის, „დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ“ საქართველოს კანონის და „ფასიან ქაღალდებად გარდაქმნის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიღების მნიშვნელობა.

ბოლო პრეზენტაცია ოპერაციების კვლევის ინსტიტუტის დირექტორმა წარადგინა. მომხსენებელმა „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის ხარჯთ-სარგებლიანობის ანალიზის შედეგები განიხილა. კვლევის მიხედვით კანონის მთლიანი სარგებელი მკვეთრად აღემატება მოსალოდნელ ხარჯებს და დაახლოებით 4-ჯერ მეტი სარგებლის მიღებაზე მიანიშნებს. სენსიტიურობის ანალიზი აჩვენებს, რომ რეფორმას დადებითი შედეგი ექნება ყველაზე ცუდ სცენარშიც კი. ამასთანავე, საინვესტიციო ფონდების განვითარებაზე მნიშვნელოვანი გავლენა ექნება სეკიურიტიზაციის რეფორმასა და უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდების შექმნას.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის პროგრესის შეფასებისა და მიმდინარე ინიციატივების განხილვის შემდეგ, შეხვედრის მონაწილეებმა სექტორში არსებული მდგომარეობა განიხილეს. ანგარიშის მოცემულ ნაწილში შეჯამებულია საჯარო-კერძო დიალოგზე გამოთქმული მოსაზრებები:

- PMCG-ის წარმომადგენელმა კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმის ამოცანების დროულად შესრულებასთან დაკავშირებულ გამოწვევებზე გაამახვილა ყურადღება. საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს წარმომადგენლის განცხადებით, რეფორმის ფარგლებში განხორციელებული და მიმდინარე აქტივობები ხელს შეუწყობს დასახული მიზნების მიღწევას. მომხსენებელმა აღნიშნა, რომ ის აქტივობები, რომელთა განხორციელებაც ვერ მოესწრება, მომავალი წლების სამოქმედო გეგმებში იქნება გათვალისწინებული. დამატებით, იგეგმება სტრატეგიის შუალედური გადახედვა, რის საფუძველზეც განახლდება შესაბამისი აქტივობები და სამიზნე ინდიკატორები. მომხსენებელმა ხაზი გაუსვა, რომ სამოქმედო გეგმის შემუშავების პროცესში ინდიკატორების სამიზნე მაჩვენებლები ოპტიმისტურად იყო დასახული, სტრატეგიის განხორციელების საწყის ეტაპზე უფრო მეტი ძალისხმევის სტიმულირებისთვის.
- თიბისი დაზღვევის წარმომადგენელმა ნებაყოფლობით კერძო საპენსიო სისტემასთან დაკავშირებით რამდენიმე მნიშვნელოვან საკითხზე გაამახვილა ყურადღება. პირველი საკითხი საბანკო ანაბართან შედარებით კერძო საპენსიო სქემის უპირატესობების განხილვის საჭიროებაზე იყო მიმართული. ეკონომიკის სამინისტროს წარმომადგენლის განცხადებით, კერძო საპენსიო სისტემის მიზანს საპენსიო ასაკისათვის საკმარისი დანაზოგების უზრუნველყოფა წარმოადგენს. იმის გათვალისწინებით, რომ ანაბრების საბანკო სისტემა შედარებით მოკლევადიანი ინსტრუმენტია, მიზანშეწონილია გრძელვადიანი დანაზოგების სქემის არსებობა. შეხვედრაზე ხაზი გაესვა ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სისტემის ფარგლებში ფიზიკური პირის საშემოსავლო გადასახადისაგან გათავისუფლებასთან დაკავშირებულ დამატებით სარგებელს.
- თიბისი დაზღვევის წარმომადგენლის მიერ განხილული მეორე საკითხი კერძო საპენსიო სქემაში მონაწილეობისათვის მცირე და საშუალო კომპანიების მიერ ჯგუფური საპენსიო სქემის ჩამოყალიბების შესაძლებლობას შეეხო. ეკონომიკის სამინისტროს წარმომადგენელმა განმარტა, რომ კერძო საპენსიო სქემაში ჯგუფური მონაწილეობის ორი ფორმა არსებობს: დამსაქმებელს შეუძლია საკუთარი დასაქმებულებისთვის კერძო საპენსიო კომპანიის დაფუძნება, ან აქტივების მმართველ კომპანიასთან/მზღვეველთან ხელშეკრულების გაფორმებით საპენსიო აქტივების მართვისა და ადმინისტრირების ფუნქციების გადაცემა. უფრო დეტალურად „ნებაყოფლობითი კერძო პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიხედვით: „დასაქმებული დამსაქმებლის მიერ საკუთარი





დასაქმებულებისთვის ჩამოყალიბებული ჯგუფური საპენსიო სქემის მონაწილე ხდება: ა) იმ აქტივების მმართველ კომპანიასთან ან მზღვევლთან კერძო პენსიის ხელშეკრულების გაფორმებით, რომელიც დამსაქმებელთან შესაბამისი ხელშეკრულების საფუძველზე აფუძნებს აღნიშნული დამსაქმებლის ჯგუფურ საპენსიო სქემას; ბ) დამსაქმებლის მიერ საკუთარი დასაქმებულებისთვის ჯგუფური საპენსიო სქემის უზრუნველყოფის მიზნით დაფუძნებულ საპენსიო კომპანიასთან კერძო პენსიის ხელშეკრულების გაფორმებით.<sup>1</sup>

- და ბოლოს, თიბისი დაზღვევის წარმომადგენელმა სადაზღვევო კომპანიების მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნაზე ისაუბრა. ჯგუფური საპენსიო სქემის შექმნის შემთხვევაში, კანონით მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნა არის გათვალისწინებული. მომხსენებელმა ასევე დააზუსტა, იგეგმება თუ არა ამ მიმართულებით კანონში ცვლილებების შეტანა. აღნიშნულ საკითხზე სახელმწიფო დაზღვევის ზედამხედველობის სამსახურის წარმომადგენელმა განაცხადა, რომ კანონით გათვალისწინებული მოთხოვნები საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისია და ამ მიმართულებით ცვლილებების განხორციელება არ იგეგმება.
- ნებაყოფლობით კერძო საპენსიო რეფორმასთან დაკავშირებით, „რეფორმეტრის“ გუნდის წარმომადგენელმა დაგროვილი პენსიის ერთიანად გამოტანასთან დაკავშირებული პოტენციური ხარჯების დაზუსტების საკითხი წამოჭრა. ეკონომიკის სამინისტროს წარმომადგენელმა, ხაზი გაუსვა, რომ კანონის მიხედვით, მსგავს შემთხვევაში საშემოსავლო გადასახადით მხოლოდ საპენსიო შენატანები დაიბეგრება, საინვესტიციო მოგებაზე კი საგადასახადო შეღავათები გავრცელდება.
- საპენსიო სააგენტოს წარმომადგენელმა ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემის განვითარებასთან დაკავშირებით საზოგადოებასთან კომუნიკაციის საკითხზე ისაუბრა. ეკონომიკის სამინისტროს წარმომადგენელმა აღნიშნა, რომ 2024 წელს, აზიის განვითარების ბანკის მხარდაჭერით, საკომუნიკაციო შეხვედრები ძირითადად დიდ კომპანიებსა და დამსაქმებელთა ასოციაციებთან არის დაგეგმილი.
- USAID-ის ფინანსური ინოვაციების პროგრამის წარმომადგენელმა საინვესტიციო ფონდების საკითხი წამოჭრა. მომხსენებელმა განმარტა, რომ საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი ჩარჩო, ბაზარზე არსებული ვითარების გათვალისწინებით, საკმაოდ მკაცრია მცირე და საშუალო ან პოტენციური ფონდებისთვის. ეროვნული ბანკის წარმომადგენლის განცხადებით, დღეს მოქმედი კანონმდებლობა, ადგილობრივ ბაზარზე არსებული გამოწვევების გათვალისწინებით, რამდენიმე ტიპის საინვესტიციო ფონდის დაფუძნების შესაძლებლობას იძლევა. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის პროექტის შემუშავების პროცესში, მნიშვნელოვანი იყო მიმოქცევა ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტირების ფონდის (UCITS) რეგულაციების მიღება, რაც საშუალებას აძლევს საცალო ინვესტორებს, ჰქონდეთ გამჭვირვალე, რეგულირებული და ტრანსპარენტული ინვესტიციების შესაძლებლობები ევროკავშირის ბაზარზე. აღნიშნული, თავის მხრივ, ადგილობრივი საინვესტიციო ფონდების მიერ ევროკავშირის ინვესტორებზე წვდომის საშუალებას წარმოადგენს. ამასთანავე, კანონით შესაძლებელია სხვა ტიპის, ნაკლებად რეგულირებული, საინვესტიციო ფონდების დაფუძნებაც, რაც ამარტივებს ადგილობრივ ბაზარზე ახალი მცირე ფონდების დაფუძნებას. „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონის მიხედვით: „საქართველოში საინვესტიციო ფონდი უნდა დაფუძნდეს, როგორც: ა) ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდი (UCITS ან გაუთვითნებობიერებული ინვესტორების საინვესტიციო ფონდი); ბ) რეგისტრირებული საინვესტიციო ფონდი. ავტორიზებულ საინვესტიციო ფონდს უფლება აქვს, განახორციელოს საჯარო

<sup>1</sup> „ნებაყოფლობითი კერძო პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონი

შეთავაზება ამ კანონის მოთხოვნათა შესაბამისად. რეგისტრირებულ საინვესტიციო ფონდს უფლება აქვს, განახორციელოს მხოლოდ კერძო შეთავაზება.”<sup>2</sup>

## რეფორმის შეფასების ინდიკატორები

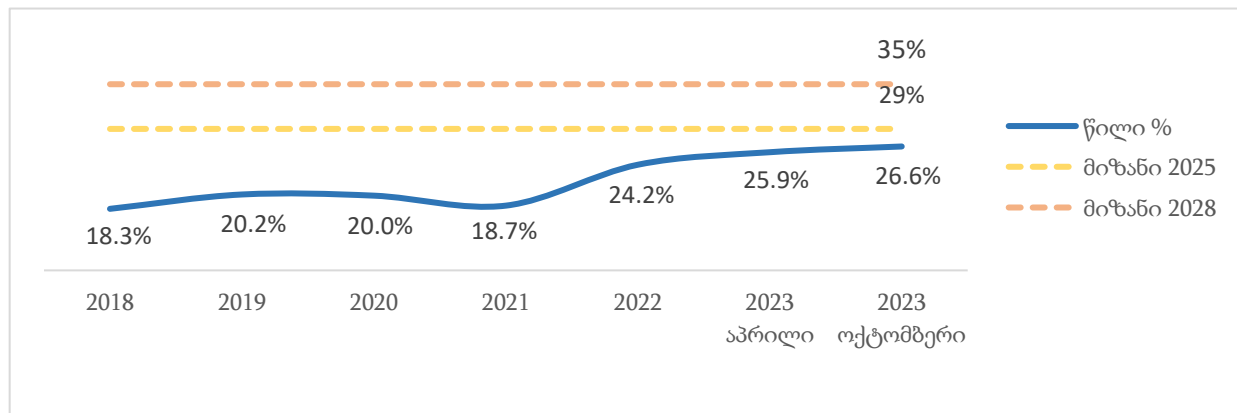
კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის განხორციელების პროგრესის შეფასების მიზნით, „რეფორმეტრის“ გუნდის მიერ შერჩეული ინდიკატორები მოიცავს კაპიტალის ბაზრის განვითარების 2023-2028 წლების სტრატეგიაში განსაზღვრული გავლენის ინდიკატორებისა და ამოცანის შედეგების ინდიკატორების ანალიზს. ინდიკატორების შერჩევასა და მათებით გათვალისწინებული იყო ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა და მონაცემების განახლების შესაძლებლობა. შერჩეულ ინდიკატორებზე დაკვირვებისათვის საჭირო მონაცემები მოძიებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს, საქართველოს საფონდო ბირჟის, საქსტატის, საპენსიო სააგენტოსა და საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურის წყაროებიდან. ინდიკატორების პირველი ნაწილი უკავშირდება სტრატეგიის პირველ მიზანს, კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდას, ხოლო მეორე ნაწილი - ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის კაპიტალის სტიმულირების მიმართულებას.

### 1. კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ერთ-ერთ გავლენის ინდიკატორს მთლიან სახელმწიფო ვალში საშინაო ვალის წილი წარმოადგენს. ინდიკატორი მოიცავს პერიოდის ბოლოს სახელმწიფო საშინაო ვალის ნაშთის შეფარდებას სახელმწიფოს მთლიანი ვალის ნაშთთან (ევრობონდი, საგარეო ვალი და საშინაო ვალი). ამ მიმართულებით, მნიშვნელოვანია, რომ მთლიან სახელმწიფო ვალში საგარეო ვალის დომინანტური წილი ხელს უშლის სახელმწიფო ობლიგაციების ადგილობრივი ბაზრის განვითარებას და ზღუდავს ადგილობრივ ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიასა და მეორად ბაზარზე მათ ლიკვიდურობას.

გრაფიკი 1-ის მიხედვით, 2021 წელს საშინაო ვალის წილი 18.7%-ს შეადგენდა. 2023 წლის ოქტომბრის თვის მონაცემით, საშინაო ვალის წილი 26.6%-მდე გაიზარდა. 2021-2023 წლების პერიოდში, საშინაო ვალის წილის ზრდა დაკავშირებულია საშინაო ვალის 41.8%-იან მატებასა და ამავდროულად, საგარეო ვალის მაჩვენებლის 10%-იან კლებასთან. სტრატეგიის მიხედვით, 2025 წლისათვის, საშინაო ვალის წილის სამიზნე მაჩვენებელი 29%-ია, ხოლო 2028 წლისთვის - 35%.

#### გრაფიკი 1. საშინაო სახელმწიფო ვალის წილი მთლიან სახელმწიფო ვალში

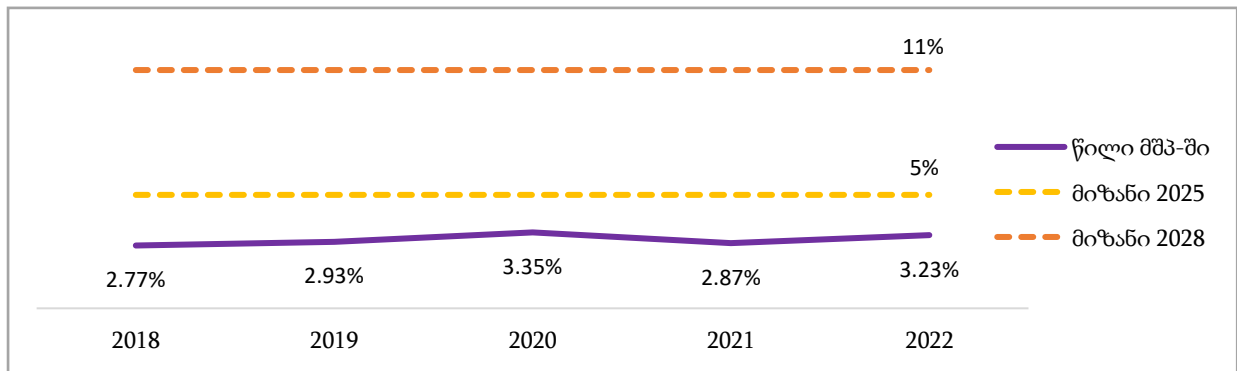


წყარო: ფინანსთა სამინისტრო

<sup>2</sup> „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ საქართველოს კანონი

ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის ზრდის მიმართულებით, პროგრესის შეფასების კიდევ ერთ გავლენის ინდიკატორს მშპ-სთან მიმართებით, ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების ჯამური ნაშთი წარმოადგენს. ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების მაჩვენებელში გათვალისწინებულია საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ობლიგაციებიც. ამ მიმართულებით, საზგასასმელია, რომ არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი ძირითადად საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებისაგან შედგება. 2023 წლის ოქტომბრის მდგომარეობით, ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების 2.2 მილიარდი ლარის ოდენობის ნაშთიდან, 85%-ს საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ობლიგაციები წარმოადგენდა. 2021-2022 წლების პერიოდში, ამ მიმართულებით, დადებითი ტენდენცია გამოიკვეთა და ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების ჯამური ნაშთის წილი მშპ-ში 2.87%-დან 3.21%-მდე გაიზარდა. 2025 წლისათვის, აღნიშნული ინდიკატორის სამიზნე მაჩვენებელს 5%, 2028 წლისათვის კი - 10.5% წარმოადგენს. არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარება ხელს შეუწყობს კომპანიების ეკონომიკური აქტივობის დაფინანსების დამატებითი წყაროს შექმნას და ეკონომიკის განვითარებისთვის ფინანსური რესურსების მობილიზებას.

**გრაფიკი 2. ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების ჯამური ნაშთი მშპ-სთან მიმართებით**



წყარო: ეროვნული ბანკი, საქსტატი

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის კიდევ ერთ ინდიკატორად განსაზღვრულია დალისტული აქციების საბაზრო კაპიტალიზაციის მაჩვენებლები. იმის გათვალისწინებით, რომ 2022 წლის მონაცემები ამ მიმართულებით საჯაროდ არ არის ხელმისაწვდომი, „რეფორმეტრის“ გუნდის მიერ ინდიკატორად მშპ-სთან მიმართებით საფონდო ბირჟის ჯამური კაპიტალიზაციის მაჩვენებელი შეირჩა. ცხრილი 3-ის მიხედვით, 2018-2020 წლების პერიოდში, საფონდო ბირჟის ჯამური კაპიტალიზაციის 20%-იანი ზრდის საფუძველზე, განვითარების დადებითი ტენდენცია იკვეთება. 2021-2022 წლებში კი, საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაციის კლების შედეგად, მისი წილი მშპ-ში 0.78 პროცენტული პუნქტით არის შემცირებული (3.9%-დან 3.2%-მდე).

სტრატეგიის მიხედვით, დალისტული აქციების საბაზრო კაპიტალიზაციის წილი მშპ-ში, 2025 წლისათვის 6.5%-მდე, ხოლო 2028 წლისათვის 9%-მდე უნდა გაიზარდოს. იმის გათვალისწინებით, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზარი კერძო სექტორისთვის დაფინანსების მნიშვნელოვან ალტერნატიულ წყაროს უნდა წარმოადგენდეს, ამ ეტაპზე, საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაციის უარყოფითი დინამიკა, განვითარებისათვის საჭირო ფინანსური რესურსის ეფექტიანი მობილიზების მიმართულებით არსებული გამოწვევების მიმანიშნებელია.

**ცხრილი 3. საფონდო ბირჟის ჯამური კაპიტალიზაცია მშპ-სთან მიმართებით (მლნ. ლარი)**

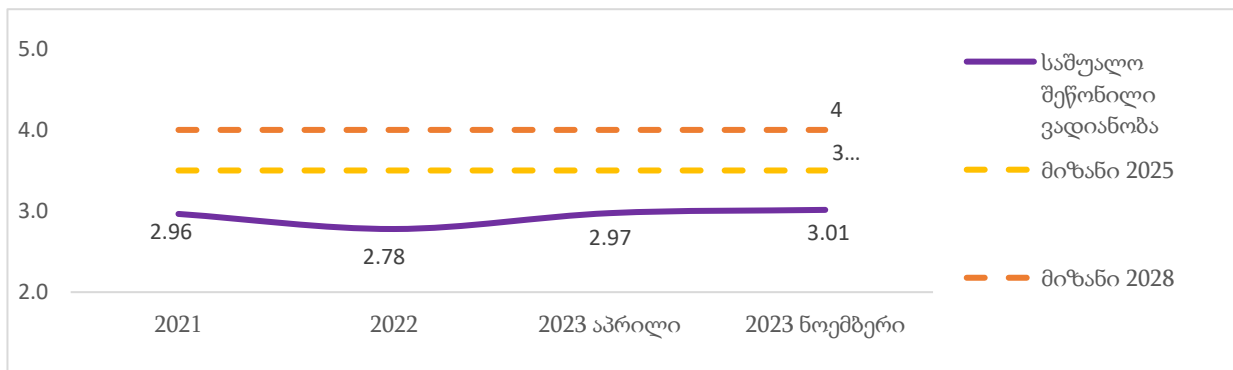
	2018	2019	2020	2021	2022
ჯამური კაპიტალიზაცია (მლნ ლარი)	1,963	1,963	2,366	2,368	2,290
მშპ (მლნ ლარი)	44,599	49,253	49,267	60,003	72,266
წილი მშპ-ში	4.4%	4.0%	4.8%	3.9%	3.2%

წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, საქსტატი

**1.1. ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება**

გარდა ამისა, ამოცანა 1.1.-ის ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარების შედეგის ინდიკატორად, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი ვადიანობის მაჩვენებელია განსაზღვრული. გრაფიკი 3-ის მიხედვით, 2022 წელს წინა წელთან შედარებით ვადიანობის მაჩვენებლის მცირე კლების შემდეგ, 2023 წლის ნოემბრის მაჩვენებელმა, 2021 წლის მაჩვენებელს გადააჭარბა და საშუალოდ 33 თვიდან, 36 თვემდე გაიზარდა. ამასთანავე, ხაზგასასმელია, რომ სტრატეგიით განსაზღვრულია ობლიგაციების საშუალო ვადიანობის ზრდაზე მიმართული პოლიტიკის გატარება. სახელმწიფოს მხრიდან, დიდი მოცულობის გრძელვადიანი ობლიგაციების ემისიის მიზანს საერთაშორისო სახელმწიფო სასესხო ინდექსებში ქვეყნის მოხვედრა და არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდის ხელშეწყობა წარმოადგენს. სტრატეგიით განსაზღვრულია 2025 წლისათვის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საშუალო ვადიანობის 3.5 წლამდე და 2028 წლისათვის - 4 წლამდე ზრდა.

**გრაფიკი 3. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი ვადიანობა**



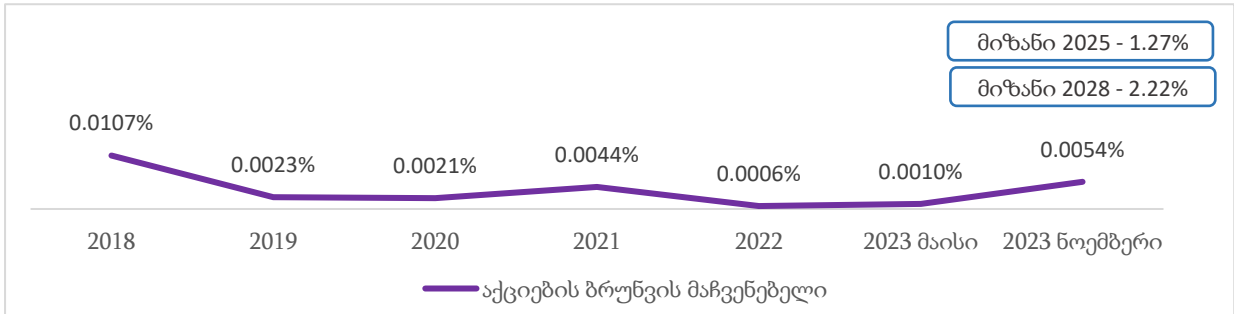
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

**1.2. ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება**

იმის გათვალისწინებით, რომ საჯარო-კერძო დიალოგის ფორმატში ჩატარებულ შეხვედრებზე, კაპიტალის ბაზრის განვითარების მთავარ გამოწვევად, სააქციო ბაზრის განვითარების დაბალი დონე დასახელდა, რეფორმის შედეგებზე დაკვირვების მიმართულებით, მნიშვნელოვანია აქციების ბრუნვის მაჩვენებლის შეფასება. ამოცანა 1.2-ის ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარების შედეგის ინდიკატორი აქციების ბაზარზე ლიკვიდურობის ამსახველია და გამოითვლება საფონდო ბირჟის ვაჭრობის სესიაზე გაკეთებული გარიგებების ღირებულების, საფონდო ბირჟის მთლიანი საბაზრო კაპიტალიზაციის საშუალო მაჩვენებელთან შეფარდებით. გრაფიკი 4-ის მიხედვით, 2018 წლიდან, აქციების ბრუნვის მაჩვენებელი მინიმალურია და უარყოფითი ტენდენციით ხასიათდება. 2018-2022 წლებში შემცირებულია, როგორც საფონდო ბირჟის ვაჭრობის სესიაზე გაკეთებული გარიგებების ღირებულებები (95%-იანი კლება), ასევე საბაზრო კაპიტალიზაციის საშუალო მაჩვენებელი (11%-იანი კლება). აღსანიშნავია, რომ 2023 წლის

განმავლობაში დაფიქსირდა დადებითი ტენდენცია და 2023 წლის იანვარ-ნოემბრის პერიოდში, 2022 წელთან შედარებით, აქციების ბრუნვის მაჩვენებელი 13,619 ლარიდან 158,429 ლარამდე გაიზარდა. ამ მიმართულებით, საკმაოდ ამბიციურია სტრატეგიით განსაზღვრული სამიზნე მაჩვენებლები, რომლებიც 2025 წლისათვის, აქციების ბრუნვის მაჩვენებლის 1.27%-მდე, ხოლო 2028 წლისათვის - 2.2%-მდე ზრდას ისახავს მიზნად.

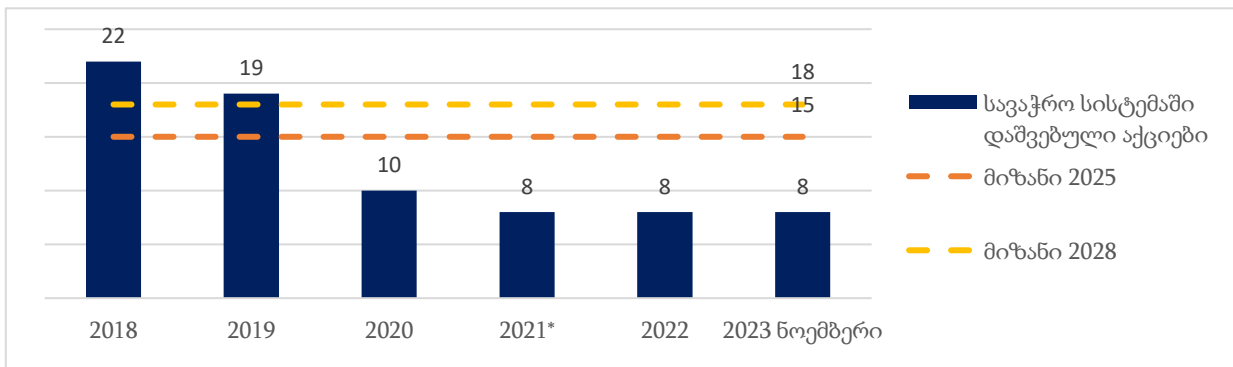
**გრაფიკი 4. აქციების ბრუნვის მაჩვენებელი**



წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა

სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარების კიდევ ერთი შედეგის ინდიკატორს საფონდო ბირჟაზე სავაჭრო სისტემაში დაშვებული აქციების რაოდენობა წარმოადგენს. 2018-2023 წლებში, დაშვებული აქციების რაოდენობაში უარყოფითი ტენდენცია იკვეთება და ეს რიცხვი 2018 წელს, 22 კომპანიიდან, 2023 წლის ნოემბერში 8 კომპანიამდე არის შემცირებული. სტრატეგიის მიხედვით, 2021 წელს, საფონდო ბირჟაზე დალისტული კომპანიების რაოდენობამ 9 შეადგინა. აღნიშნული მიმართულებით, 2025 წლისთვის სამიზნე მაჩვენებელს 15 კომპანია, ხოლო 2028 წლისთვის 18 კომპანია შეადგენს.

**გრაფიკი 5. საფონდო ბირჟაზე დალისტული კომპანიების რაოდენობა**



\* სტრატეგიის მიხედვით - 9

წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა

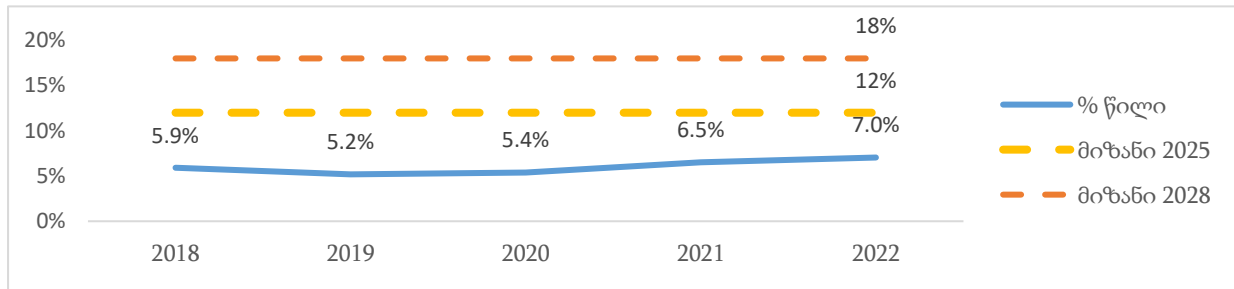
**2. კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის**

ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის კაპიტალის მობილიზების მიმართულება დაკავშირებულია საფინანსო სექტორის დივერსიფიცირებასთან. შესაბამისად, სტრატეგიით განსაზღვრული მიზნის მიღწევის ერთ-ერთ გავლენის ინდიკატორს საფინანსო ბაზარზე არასაბანკო სექტორის განვითარება წარმოადგენს. გრაფიკი 6-ის მიხედვით, 2018–2021 წლებში, საფინანსო სექტორის მთლიან აქტივებში, არასაბანკო საფინანსო ინსტიტუტების (საბროკერო კომპანიები, სადაზღვევო კომპანიები, აქტივების მმართველი კომპანიები და საპენსიო სქემები) აქტივების დაბალი წილი ვლინდება. აღსანიშნავია, რომ 2018 წლიდან,



2022 წლამდე არასაბანკო საფინანსო სექტორის აქტივები 3.2 მილიარდი ლარიდან 6.7 მილიარდ ლარამდე გაიზარდა (111%-იანი ზრდა), რის საფუძველზეც აღნიშნული სექტორის წილი მთლიან საფინანსო სექტორში 1.1% პუნქტით გაიზარდა. 2025 წლისათვის, სტრატეგია აღნიშნული მაჩვენებლის გაორმაგებას ისახავს მიზნად, ხოლო 2028 წლის სამიზნე მაჩვენებელი 18 %-ს შეადგენს.

**გრაფიკი 6. არასაბანკო საფინანსო სექტორის წილი საფინანსო სექტორის მთლიან აქტივებში (მილიონი ლარი)**

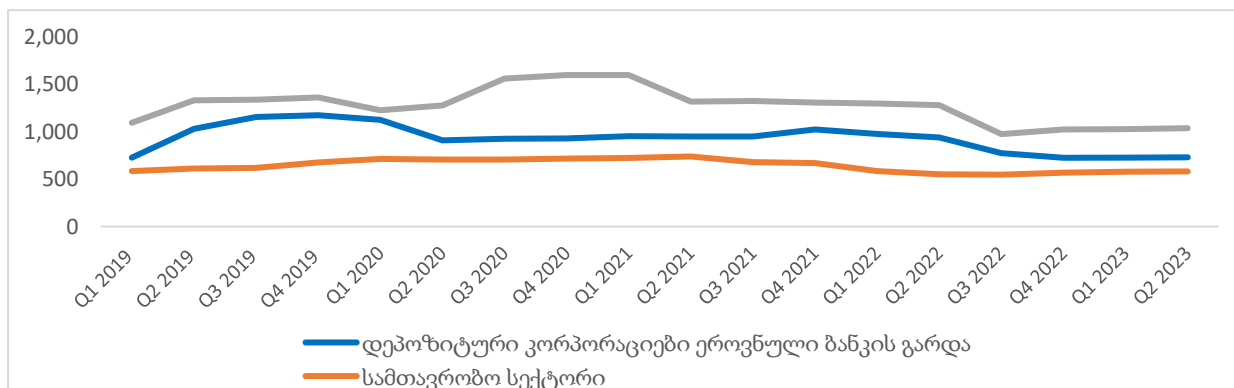


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

კაპიტალის სტიმულირებისა და მობილიზების მიმართულებით, კიდევ ერთ გავლენის ინდიკატორს უცხოური პორტფელის ინვესტიციების განვითარება წარმოადგენს. უცხოური ინვესტიციების ზრდა ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის მიმართ ინტერესის და ბაზარზე ჩართულობის ზრდის ერთ-ერთი მაჩვენებელია. ხაზგასასმელია, რომ ამჟამად საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე უცხოური ინვესტიციების მონაწილეობა დაბალია. გრაფიკი 7-ზე წარმოდგენილია, 2019–2023 წლის კვარტლების მიხედვით, სავალო ფასიან ქაღალდებში პორტფელის ინვესტიციების მაჩვენებლები. წარმოდგენილი მონაცემების მიხედვით, 2023 წლის მეორე კვარტალში საბაზისო წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით, სავალო ფასიან ქაღალდებში პორტფელის ინვესტიციები შემცირებულია, დეპოზიტურ კორპორაციებში (ეროვნული ბანკის გარდა) - 38%-ით, სამთავრობო სექტორში - 14%-ით და სხვა სექტორებში - 24%-ით.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის მიხედვით, 2021 წელს, უცხოური პორტფელის ინვესტიციების წილმა მშპ-ში 4% შეადგინა. 2025 წლისთვის მიზანია აღნიშნული მაჩვენებლის 8%-მდე, ხოლო 2028 წლისთვის 10% გაზრდა. აღნიშნული მიმართულების მნიშვნელობა, ასევე ქვეყნის საერთაშორისო ინდექსებში ინტეგრირებასთან დაკავშირებული მიზნიდან გამომდინარეობს. საერთაშორისო ინდექსებში ქვეყნის მოხვედრის შემდეგ, მოსალოდნელია პორტფელური ინვესტიციების კუთხით საქართველოს მიმართ ინტერესის ზრდა.

**გრაფიკი 7. პორტფელის ინვესტიციები სავალო ფასიან ქაღალდებში (მლნ. აშშ დოლარი)**

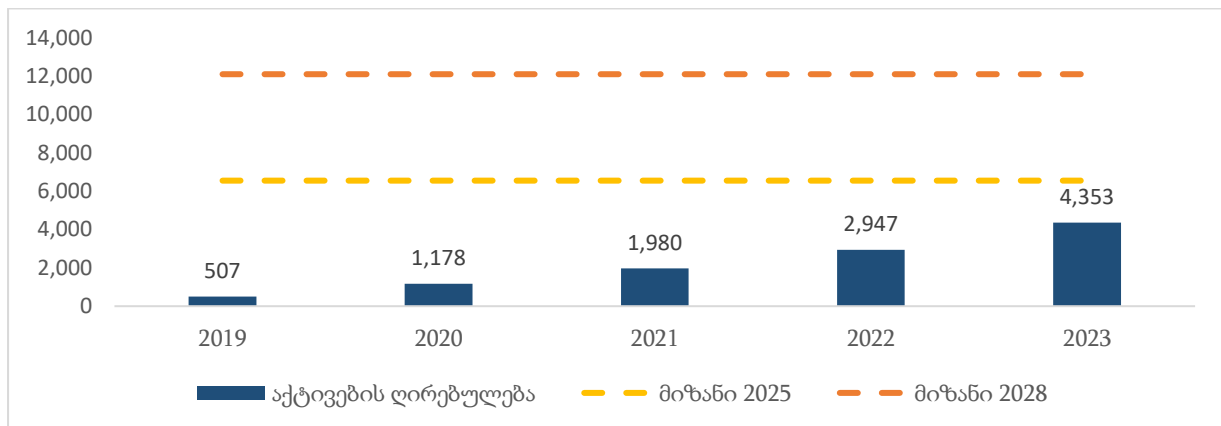


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

## 2.1. ინსტიტუციური ინვესტიციების ბაზის განვითარება

ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის კაპიტალის მობილიზების მიზნით, მნიშვნელოვანია ბაზარზე ინსტიტუციური ინვესტიციების ჩართულობის გაზრდა. იმის გათვალისწინებით, რომ სტრატეგია საპენსიო ფონდების საქმიანობის განვითარების მიმართულებასაც მოიცავს, პროგრესის შეფასებისთვის განსაზღვრულია საპენსიო ფონდების აქტივების ღირებულების ინდიკატორზე დაკვირვება. გრაფიკი 8-ის მიხედვით, 2019–2023 წლებში, საპენსიო ფონდების აქტივების მკვეთრად დადებითი დინამიკა იკვეთება. ამ პერიოდში, წლიური საშუალო ზრდის მაჩვენებელმა 74% შეადგინა. დამატებით, 2023 წელს 2022 წელთან შედარებით საპენსიო ფონდების აქტივები 48%-ით გაიზარდა და 4.4 მილიარდი ლარი შეადგინა. სტრატეგიის მიხედვით, 2025 წლისთვის, საპენსიო ფონდების აქტივების ღირებულების 6.5 მილიარდ ლარამდე ზრდა არის დასახული მიზნად, რაც 1.5-ჯერ აღემატება 2023 წლის მაჩვენებელს.

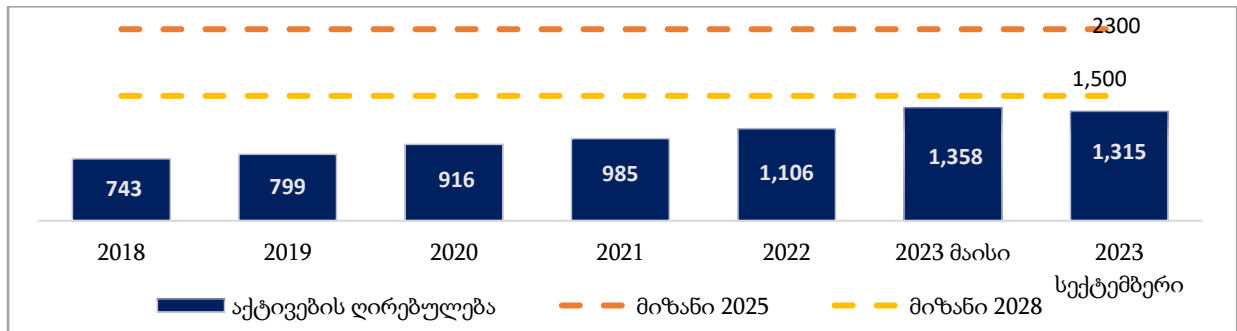
**გრაფიკი 8. საპენსიო ფონდების აქტივების ღირებულება (მილიონი ლარი)**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, საპენსიო სააგენტო

გარდა ამისა, ინსტიტუციური ინვესტიციებისა და საფინანსო სექტორის დივერსიფიცირებისთვის, მნიშვნელოვან მიმართულებას სადაზღვევო კომპანიების განვითარება წარმოადგენს. გრაფიკი 9-ის მიხედვით, იკვეთება, რომ 2018 წლიდან სადაზღვევო კომპანიების აქტივების ღირებულება მზარდია, თუმცა მათი განვითარების დინამიკა, საპენსიო სააგენტოების აქტივების ზრდასთან შედარებით, მკვეთრად ნელია. 2018–2022 წლებში სადაზღვევო კომპანიების აქტივების ღირებულების ზრდის საშუალო წლიურმა მაჩვენებელმა 10% შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ 2023 წლის პირველი ცხრა თვის განმავლობაში, 2022 წელთან შედარებით აღინიშნა 19%-იანი ზრდა და აქტივების ღირებულებამ 1.3 მილიარდ ლარს მიაღწია. ამასთანავე, ხაზგასასმელია, რომ კაპიტალის ბაზარზე სადაზღვევო სექტორის შედარებით დაბალი აქტიურობა ფიქსირდება. 2025 წლისთვის, სტრატეგიის მიზანს სადაზღვევო კომპანიების აქტივების 1.5 მილიარდ ლარამდე ზრდა წარმოადგენს.

**გრაფიკი 9. სადაზღვევო კომპანიების აქტივების ღირებულება (მილიონი ლარი)**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, სახელმწიფო დაზღვევის ზედამხედველობის სამსახური

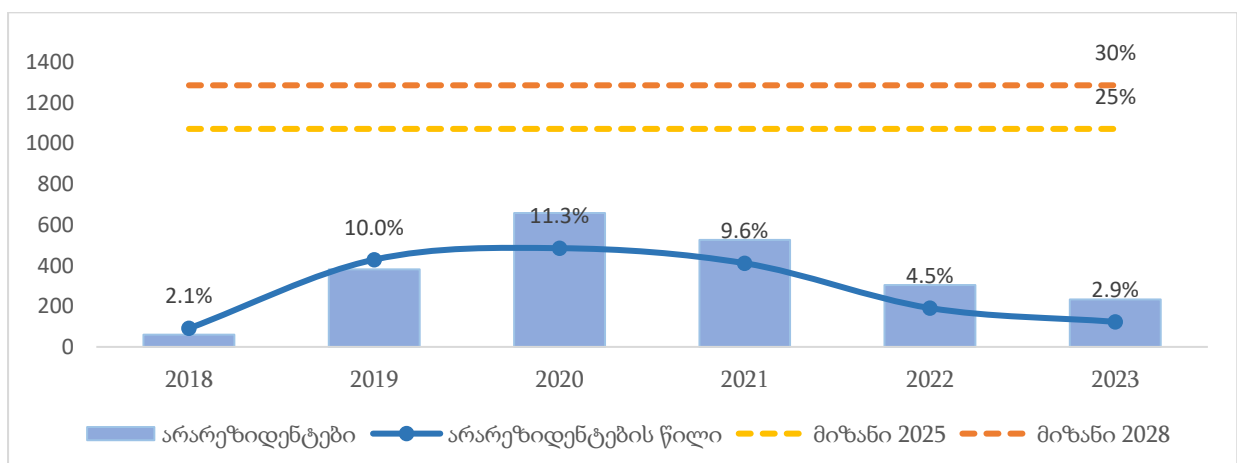
**2.2. უცხოური ინვესტიციების ზრდა საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე**

ადგილობრივ კაპიტალურ ბაზარზე უცხოელი ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა გადამწყვეტია ვაჭრობის მოცულობის ზრდის, ლიკვიდურობის გაუმჯობესებისა და ეკონომიკური განვითარების ხელშესაწყობისთვის დამატებითი ფინანსური რესურსების მოსაზიდად. სტრატეგიის ფარგლებში, უცხოელი ინვესტორების მონაწილეობის სტიმულირება მოიცავს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიმართ მათი ინტერესის გაზრდას. ამასთანავე, არარეზიდენტი ინვესტორების წილი, რომლებიც ფლობენ სახაზინო ფასიან ქაღალდებს, განსაზღვრულია, როგორც სტრატეგიის შედეგის ინდიკატორი.

გრაფიკი 10-ის მიხედვით, 2020 წელს სახაზინო ფასიანი ქაღალდების არარეზიდენტი მფლობელების წილმა 11.3%-ს მიღწია. თუმცა, 2020-2023 წლების პერიოდში ნეგატიური ტენდენციის შედეგად, უცხოელი ინვესტორების მიერ სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ფლობის მნიშვნელოვანი 64%-იანი კლება დაფიქსირდა. ამის საფუძველზე, არარეზიდენტი ინვესტორების წილი მთლიან სახაზინო ფასიან ქაღალდებში 8.4 პროცენტული პუნქტით შემცირდა.

სტრატეგია 2025 და 2028 წლებისთვის მიზნად ისახავს, არარეზიდენტი ინვესტორების მიერ შესაბამისად, სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ფლობის 25% და 30%-იან წილებს. კაპიტალის ბაზრის ამჟამინდელი მდგომარეობის გათვალისწინებით, ამ მიზნების მიღწევა სექტორისათვის გამოწვევად რჩება.

**გრაფიკი 10. არარეზიდენტი ინვესტორების წილი სახაზინო ფასიან ქაღალდებში**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი



**დანართი N1. დაინტერესებული მხარეთა კითხვარი**

**შინაარსი და ადეკვატურობა**

1. რამდენად შეესაბამება კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის მიზნები სექტორში არსებულ გამოწვევებს?

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----	---

2. როგორ შეაფასებდით სტრატეგიის შემუშავებისა და განხორციელების პროცესში დაინტერესებული მხარეების ჩართულობას?

1		2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	--	---	---	---	---	---	---	---	---	----

**რეფორმის პროგრესი**

3. როგორ შეაფასებდით კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმართულებით დღეის მდგომარეობით გატარებულ ღონისძიებებს?

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

4. რამდენად უწყობს ხელს სტრატეგიის ფარგლებში გატარებული და დაგეგმილი ღონისძიებები კაპიტალის ბაზრის შემზღვეველი ფაქტორების დაძლევას?

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

**არსებული ვითარება**

5. როგორ შეაფასებთ კაპიტალის ბაზრის სექტორის ამჟამინდელ მდგომარეობას?

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

**მოსალოდნელი შედეგები**

6. მიაღწევს თუ არა კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის განხორციელებით რეფორმა დასახული მიზნებს?

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

7. არის თუ არა სტრატეგიით გათვალისწინებული ღონისძიებები დასახული მიზნების მიღწევის ოპტიმალური გზა?

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

**დანართი N2. კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის PPD  
დონისძიებაზე წარმოდგენილი პრეზენტაციები**



## USAID-ის ეკონომიკური მმართველობის პროგრამა



# რეფორმები

თითოეული რეფორმის კვალდაკვალ

*შენიშვნა: ამ პრეზენტაციის მომზადება შესაძლებელი გახდა აშერიკელი ხალხის მიერ, USAID-ის მეშვეობით, გაწეული დახმარების შედეგად. პრეზენტაციაში გამოთქმული მოსაზრებები შესაძლოა არ ემთხვეოდეს USAID-ის ან აშერიკის შერთებული შტატების მთავრობის შეხედულებებს.*

# დღის წესრიგი



- კაპიტალის ბაზრის განვითარების პროგრესის შეფასების ინდიკატორები
- ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარების ხელშეწყობა ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სისტემის საშუალებით
- „პირველი თაობის“ რეფორმის შეფასება და საინვესტიციო ფონდების ბაზრის მიმოხილვა
- საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონის ხარჯთ-სარგებლიანობის ანალიზი

# პროექტის შესახებ



- რეფორმეტრის მიზანია შერჩეული ეკონომიკური რეფორმების პროგრესის ანალიზი, რეფორმით დაინტერესებულ მხარეებს შორის დიალოგის ხელშეწყობა და რეფორმის განმახორციელებელი სამთავრობო უწყებების მხარდაჭერა რეფორმის ცნობადობის და ეფექტიანობის ასამაღლებლად.
- რეფორმეტრის პირველი ფაზა: 2015-2019 წლები
- პროექტის ახალი ეტაპი: 2021-2024 წლები
- სამიზნე რეფორმები:
  - კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმა
  - გადახდისუნარობის რეფორმა
  - წყლის რესურსების მართვის რეფორმა
  - ელექტრონული კომერციის რეფორმა
  - ტურიზმის რეფორმა
  - რეგულირების ზეგავლენის შეფასების (RIA) ინსტიტუციონალიზაციის რეფორმა
  - მცირე და საშუალო მეწარმეობის განვითარების რეფორმა

# პროექტის მეთოდოლოგია



1. **სამთავრობო კვლევა** - რეფორმის დანერგვაში ჩართული უწყებების მიერ რეფორმის პროგრესის შეფასება;
2. **დაინტერესებულ მხარეთა გამოკითხვა** - კერძო, საჯარო და სამოქალაქო საზოგადოების მნიშვნელოვან დაინტერესებულ პირთა მიერ რეფორმის და მისი პროგრესის შეფასება;
3. **ეკონომიკური ინდიკატორები** - პროექტის გუნდის მიერ იდენტიფიცირებული ინდიკატორები რეფორმის მიმდინარეობასა და მიღებულ შედეგებზე დასაკვირვებლად

# კაპიტალის ბაზრის განვითარების 2023-2028 წლების სტრატეგიის მიზნები და ამოცანები



## კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა

- ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება
- ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება
- სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე

## კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის

- ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება
- პროფესიონალებისა და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა
- არარეზიდენტი ინვესტორების წილი სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში



# კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმის მნიშვნელოვანი აქტივობები



## საკანონმდებლო ჩარჩო

განხორციელებული	მიმდინარე	დაგეგმილი
<ul style="list-style-type: none"> <li>• დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის სამართლებრივი ჩარჩოს მიღება</li> <li>• ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სამართლებრივი და მარეგულირებელი ჩარჩოს მიღება</li> <li>• საპენსიო სააგენტოს საინვესტიციო მანდატის გაფართოების სამართლებრივი ჩარჩოს მიღება</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• სეკიურიტიზაციის შესახებ საქართველოს კანონის მიღება</li> <li>• უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდების სტიმულირებისთვის საგადასახადო ჩარჩოს მიღება</li> <li>• საჯარო კორპორაციების კანონის მიღება</li> <li>• დაგროვილი კაპიტალის მართვის ჩარჩოს შექმნა ტრასტების შესახებ ჰააგის კონვენციასთან მიერთებით და საოჯახო ფონდების (ე.წ. family offices) დამკვიდრების გზით</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• მაღალი რისკების შემცველი ფინანსური ინსტრუმენტების (Short selling) და ფასიანი ქაღალდების გასესხების რეგულირების შემუშავება და დანერგვა</li> </ul>



# კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმის მნიშვნელოვანი აქტივობები



## ინსტიტუციური მოწყობა

განხორციელებული	მიმდინარე	დაგეგმილი
<ul style="list-style-type: none"> <li>სახელმწიფო საწარმოების მიერ კორპორატიული განზრახულობის განაცხადის (Statement of Corporate Intent) შემუშავება</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>მცირე და საშუალო ბიზნესის დაფინანსების მხარდასაჭერად, კერძო კაპიტალის ინსტრუმენტის შემუშავება</li> <li>საინვესტიციო ფონდების ბაზრის სტიმულირებისათვის მხარდაჭერი ინსტრუმენტის შემუშავება ვენჩერული კაპიტალისა და კერძო კაპიტალის ფონდების დაფუძნებისათვის</li> <li>მწვანე/გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი/გენდერული ობლიგაციების გაიდლაინების შემუშავება და 4 ობლიგაციის გამოშვება</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IMF-ის ფინანსური სექტორის შეფასების პროგრამის (FSAP-ის) რეკომენდაციის გათვალისწინებით, საქართველოს საფონდო ბირჟის ორგანიზაციული, კორპორატიული მმართველობის და მფლობელობითი სტრუქტურის შეფასება და რეკომენდაციების შესრულების მონიტორინგი</li> <li>საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდისათვის ბაზრის შუამავლების, ფინანსური მრჩევლების და სადაზღვეო ბროკერების გაერთიანების ჩამოყალიბება</li> </ul>

# კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმის მნიშვნელოვანი აქტივობები

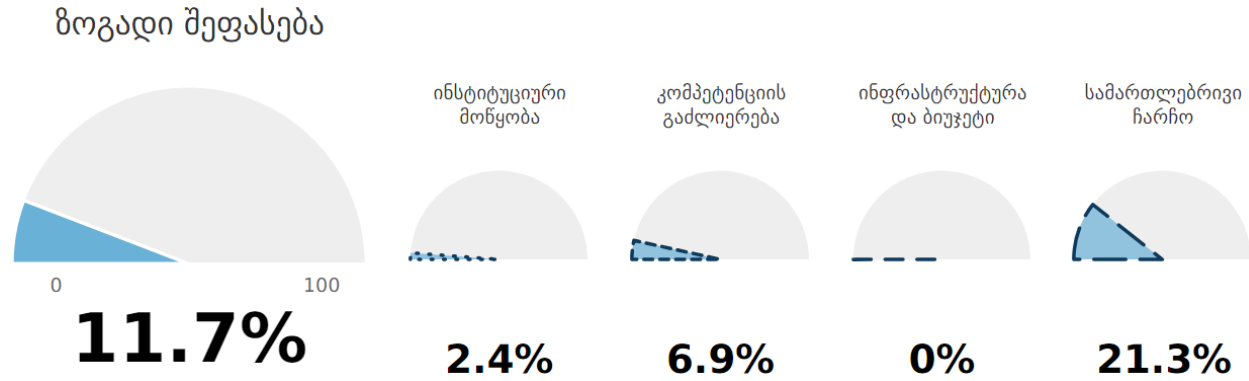


	განხორციელებული	მიმდინარე	დაგეგმილი
ინფრასტრუქტურა და ბიუჯეტი			<ul style="list-style-type: none"> <li>სტანდარტიზებული ონლაინ სისტემის შემუშავება და საპილოტოდ დანერგვა ობლიგაციების საჯარო შეთავაზების ეტაპობრივი განთავსებისათვის (Shelf-registration)</li> <li>საზიარო ინფორმაციული ტექნოლოგიების სისტემის დანერგვა დერივატივის კონტრაქტებისთვის</li> </ul>
კომპეტენციის გაძლიერება	<ul style="list-style-type: none"> <li>საცალო ინვესტორებში ცნობიერების ასამაღლებლად FinEdu-ს პლატფორმაში კაპიტალის ბაზრის სეგმენტის დამატება</li> <li>როუდ შოუების მოწყობა და პოტენციურ ინვესტორთა სიის შედგენა და მათთან შემდგომი კომუნიკაცია</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>სახელმწიფო ობლიგაციების ბენჩმარკისა და საინვესტიციო შემოსავლის პოპულარიზაცია ამ ინფორმაციის საჯაროდ გამოქვეყნებისა და საინფორმაციო შეხვედრების ჩატარების გზით</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველისათვის ბაზრის მანიპულირების და სხვა შესაბამისი აღსრულების ღონისძიებების განხორციელების უნარების გაძლიერება</li> <li>ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემების ზედამხედველისათვის ბაზრის მანიპულირების და სხვა შესაბამისი აღსრულების ღონისძიებების განხორციელების უნარების გაძლიერება</li> <li>კაპიტალის ბაზრის კონკურენციის კვლევის ჩატარება</li> </ul>

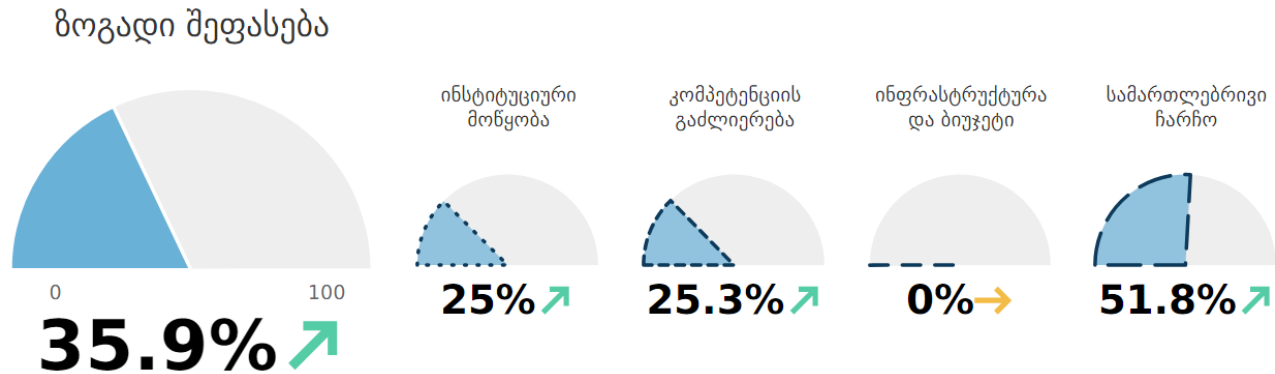


# კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმის პროგრესის შეფასება

ივნისი 2023



დეკემბერი 2023



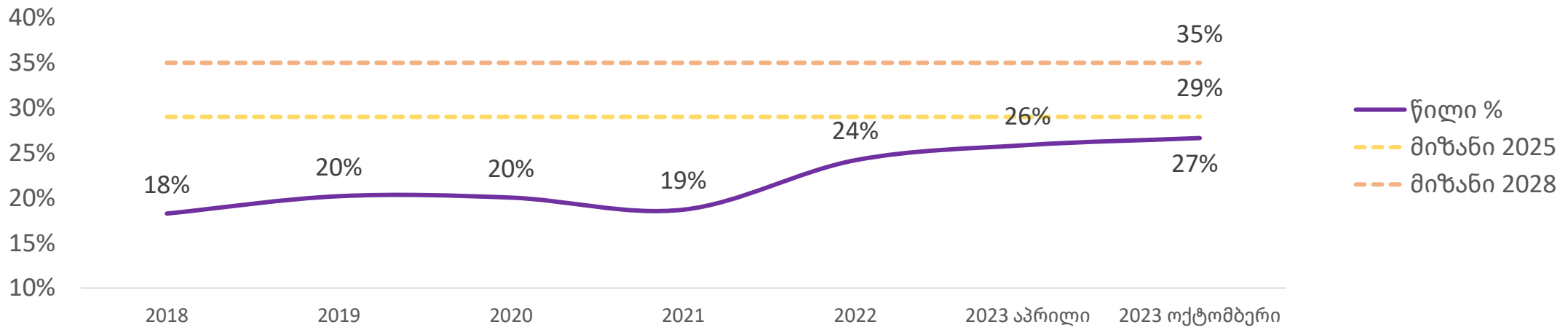
კომპონენტის წონა შეფასებაში:	30%	20%	5%	45%
------------------------------	-----	-----	----	-----

# მიზანი 1. კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა



## საშინაო სახელმწიფო ვალის წილი მთლიან სახელმწიფო ვალში

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 აპრილი	2023 ოქტომბერი
საშინაო ვალი (მლნ ლარი)	3,250	4,166	6,186	5,845	7,195	7,452	8,290
საგარეო ვალი (მლნ ლარი)	14,545	16,464	24,690	25,417	22,550	21,354	22,830
წილი %	18%	20%	20%	19%	24%	26%	27%



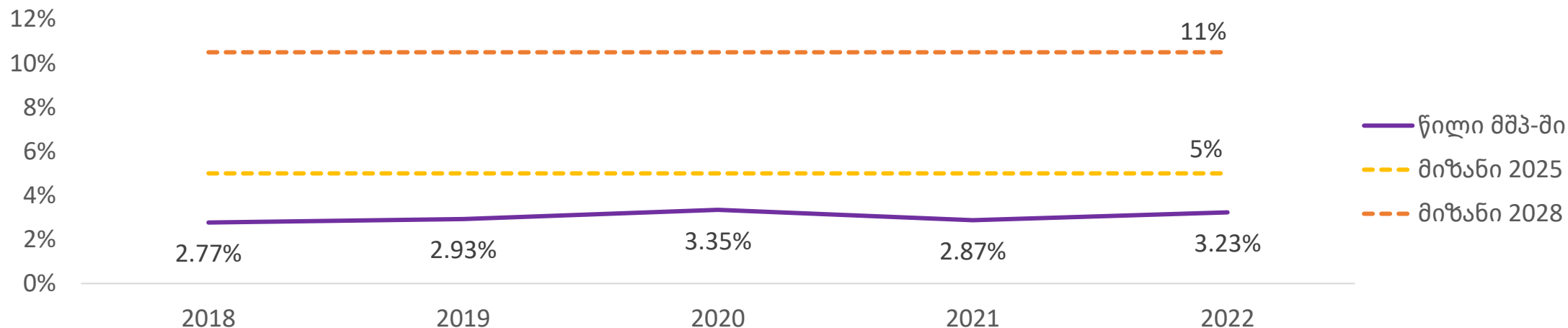
წყარო: ფინანსთა სამინისტრო

# მიზანი 1. კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა



ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების ჯამური ნაშთი მშპ-სთან მიმართებით (მათ შორის საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ობლიგაციები)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 აპრილი	2023 ოქტომბერი
კორპორატიული ობლიგაციები (მლნ ლარი)	62	140	279	273	344	472	378
საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტის ობლიგაციები (მლნ ლარი)	1,172	1,302	1,369	1,451	1,974	2,156	2,158
მშპ (მლნ ლარი)	44,599	49,253	49,267	60,003	72,266	16,623	19,666
წილი მშპ-ში	2.77%	2.93%	3.35%	2.87%	3.21%		



წყარო: ეროვნული ბანკი, საქსტატი



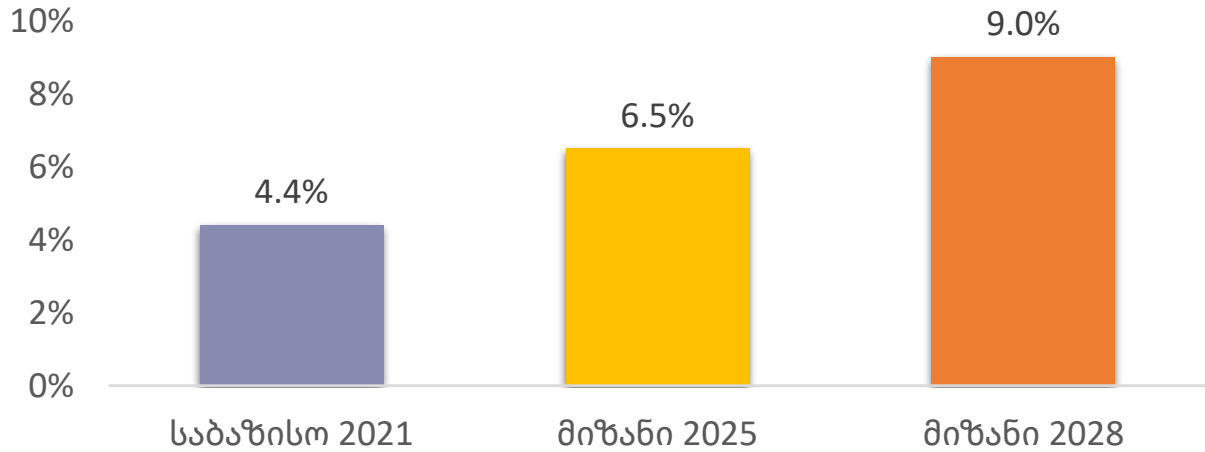


# მიზანი 1. კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა

საფონდო ბირჟის ჯამური კაპიტალიზაცია მშპ-სთან მიმართებით (მლნ. ლარი)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ნოემბერი
ჯამური კაპიტალიზაცია	1,963	1,963	2,366	2,368	2,290	3,537
მშპ	44,599	49,253	49,267	60,003	72,266	
წილი მშპ-ში	4.4%	4.0%	4.8%	3.9%	3.2%	

## დალისტული აქციების საბაზრო კაპიტალიზაცია

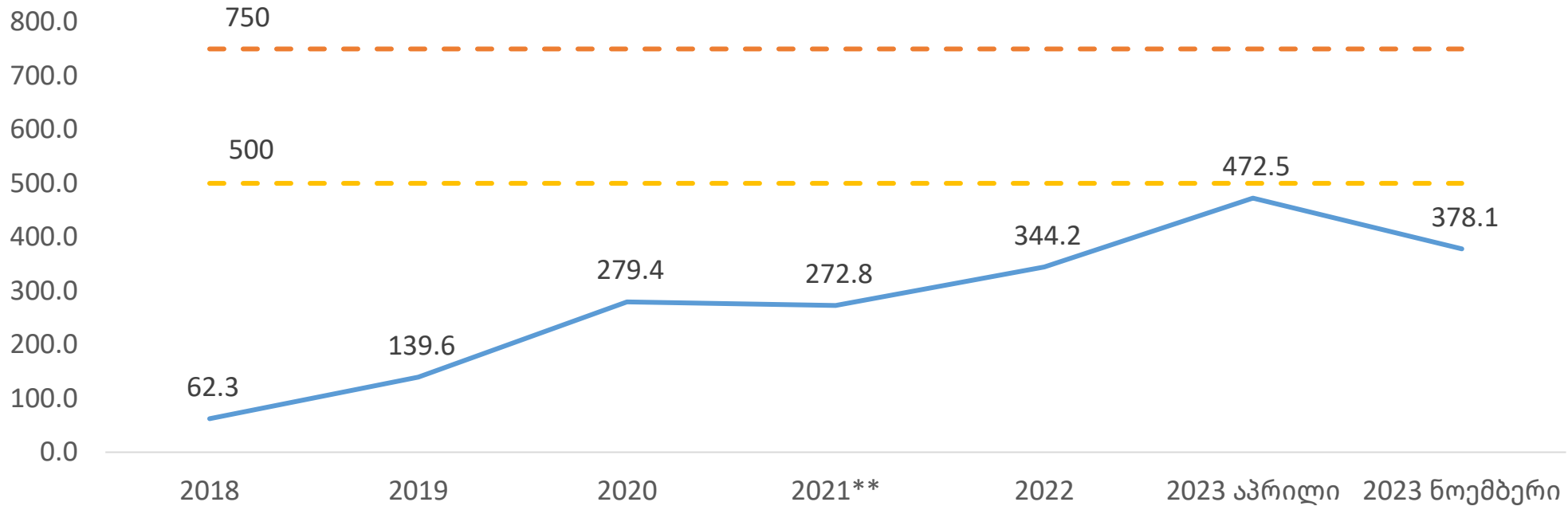


წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, საქსტატი



# ამოცანა 1.1 ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება

ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების ნაშთი (მლნ ლარი)\*



\*ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების ნაშთი (საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების გარდა და გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი ობლიგაციების და გენდერული ობლიგაციების ჩათვლით)

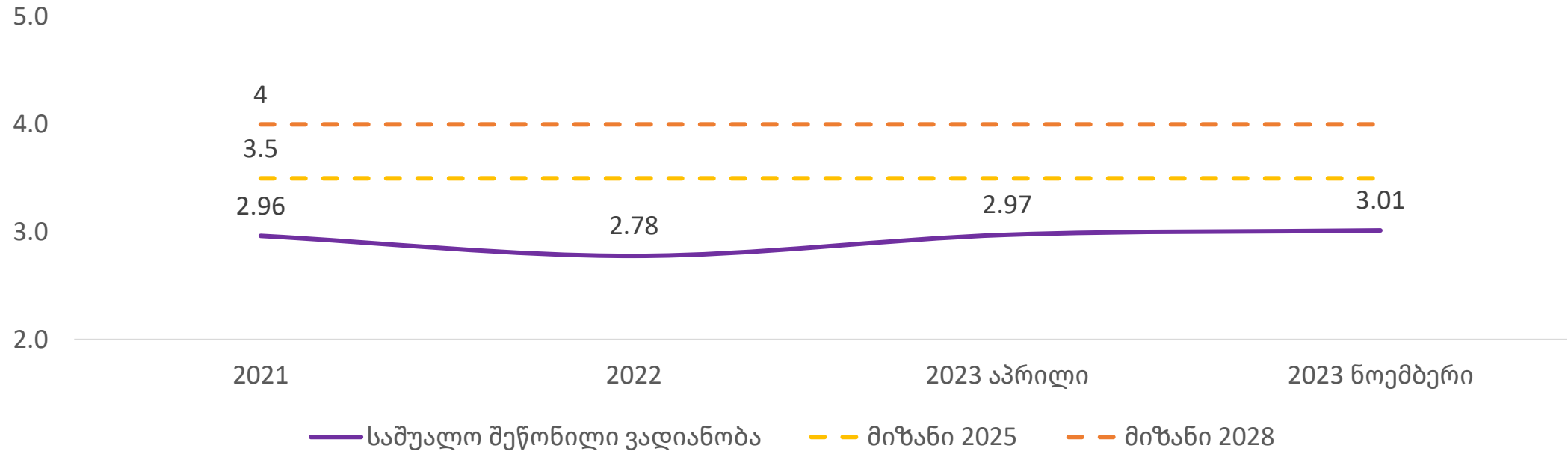
\*\* სტრატეგიის მიხედვით - 350 მლნ ლარი

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, სავალო ფასიანი ქაღალდები



# ამოცანა 1.1 ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება

## სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი ვაღიანობა



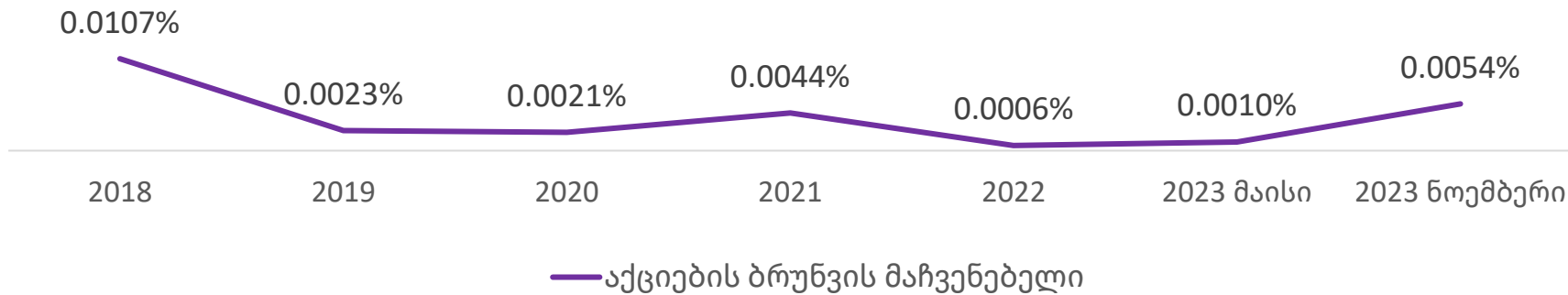
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

# ამოცანა 1.2 ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება



## აქციების ბრუნვის მაჩვენებელი

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 მაისი	2023 ნოემბერი
საფონდო ბირჟის ვაჭრობის სესიაზე გაკეთებული გარიგებების ღირებულებები (ლარი)	278,031	45,717	46,135	104,078	13,619	23,195	158,430
საბაზრო კაპიტალიზაციის საშუალო მაჩვენებელი (მლნ ლარი)	2,607	1,952	2,150	2,372	2,329	2,290	2,914
აქციების ბრუნვის მაჩვენებელი	0.0107%	0.0023%	0.0021%	0.0044%	0.0006%	0.0010%	0.0054%



მიზანი 2025 - 1.27%

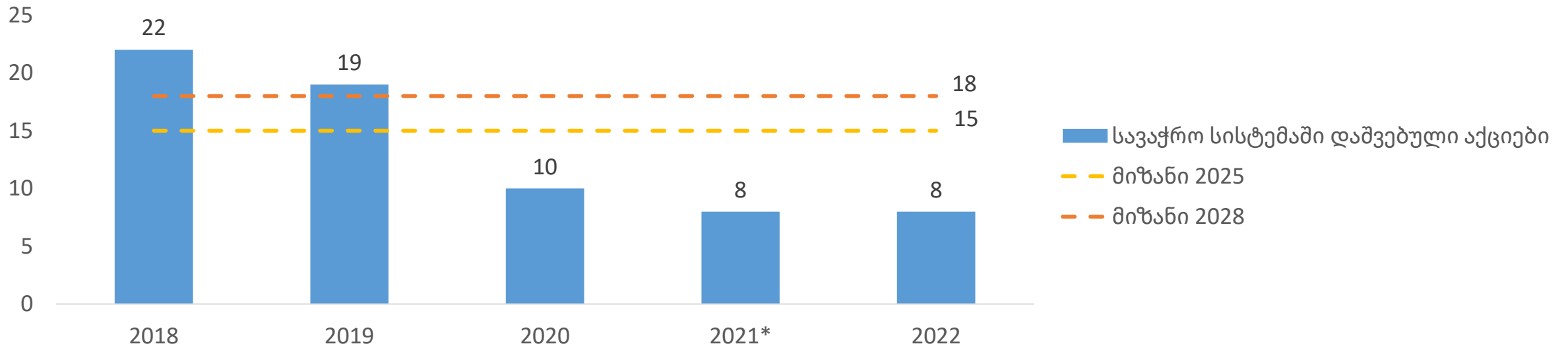
მიზანი 2028 - 2.2%

წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, საქსტატი



# ამოცანა 1.2 ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება

საფონდო ბირჟაზე სავაჭრო სისტემაში დაშვებული აქციები /საფონდო ბირჟაზე დალისტული კომპანიების რაოდენობა



\* სტრატეგიის მიხედვით - 9

წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, საქსტატი

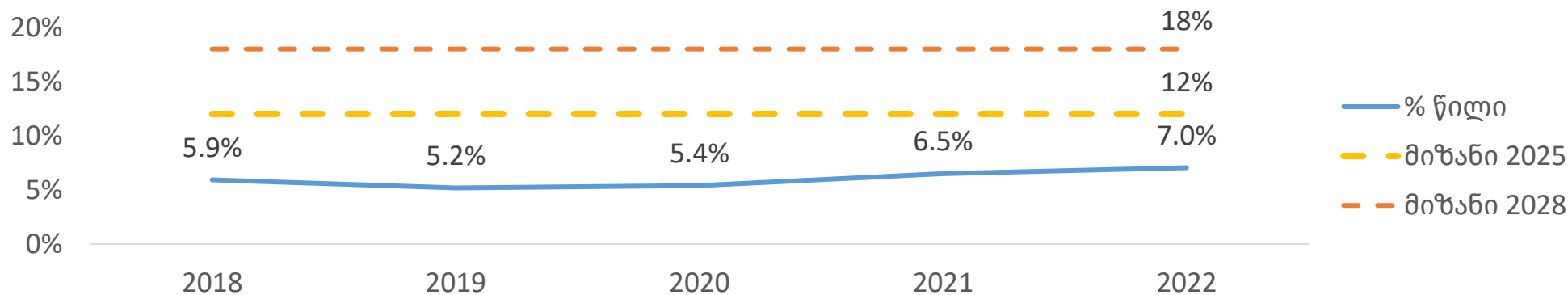


## მიზანი 2. კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის



არასაბანკო საფინანსო სექტორის წილი საფინანსო სექტორის მთლიან აქტივებში (მილიონი ლარი)

	2018	2019	2020	2021	2022
არასაბანკო სექტორის აქტივები	3,216	3,364	4,240	5,487	6,789
საფინანსო სექტორის აქტივები	39,694	47,185	56,872	60,569	70,353
ეროვნული ბანკის აქტივები	11,501	14,356	17,528	18,316	19,221
% წილი	5.9%	5.2%	5.4%	6.5%	7.0%

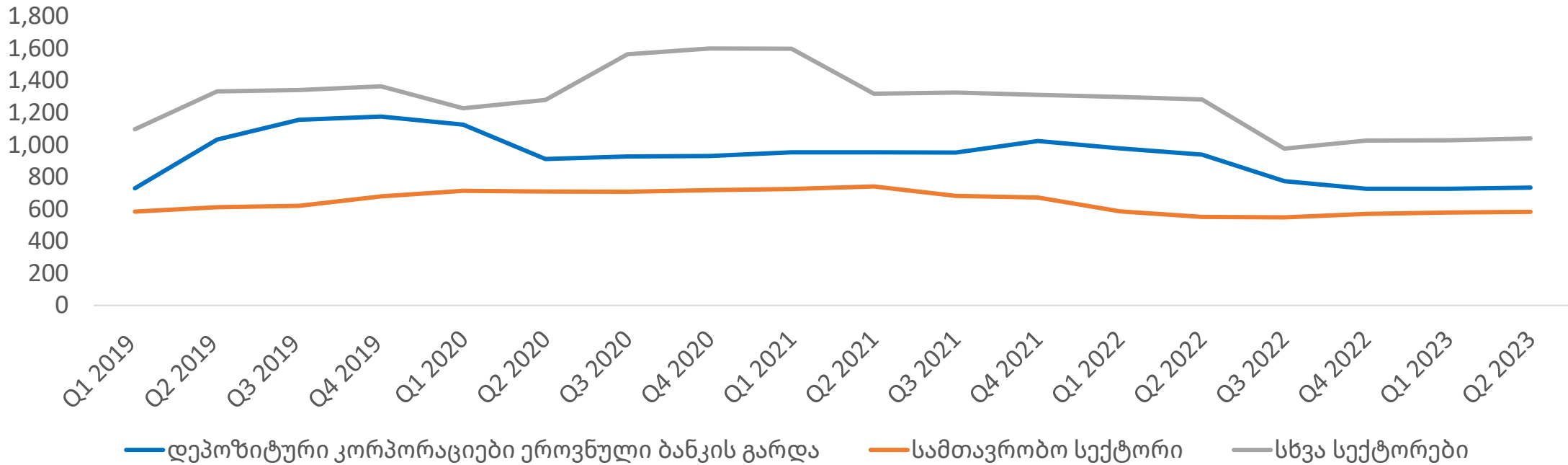


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი- ფინანსური ინსტიტუტები

# მიზანი 2. კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის



უცხოური პორტფელის ინვესტიციები სავალო ფასიან ქაღალდებში (მლნ. აშშ დოლარი)

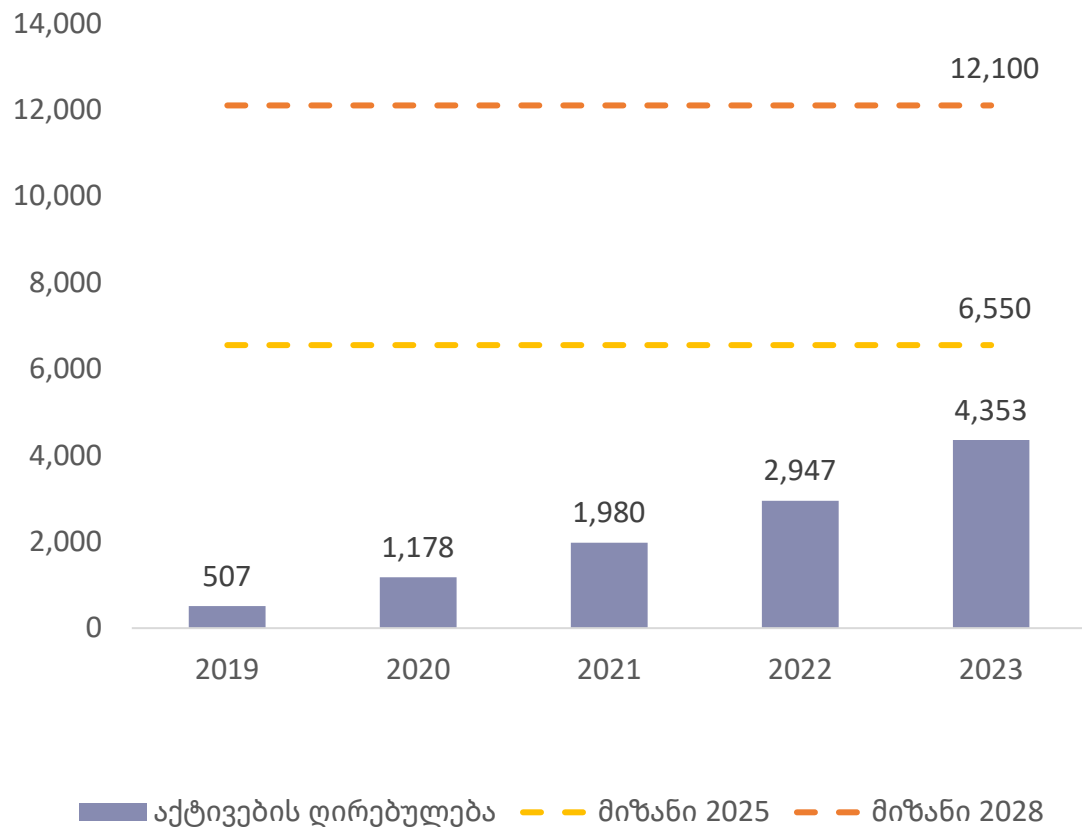


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

# ამოცანა 2.1 ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება

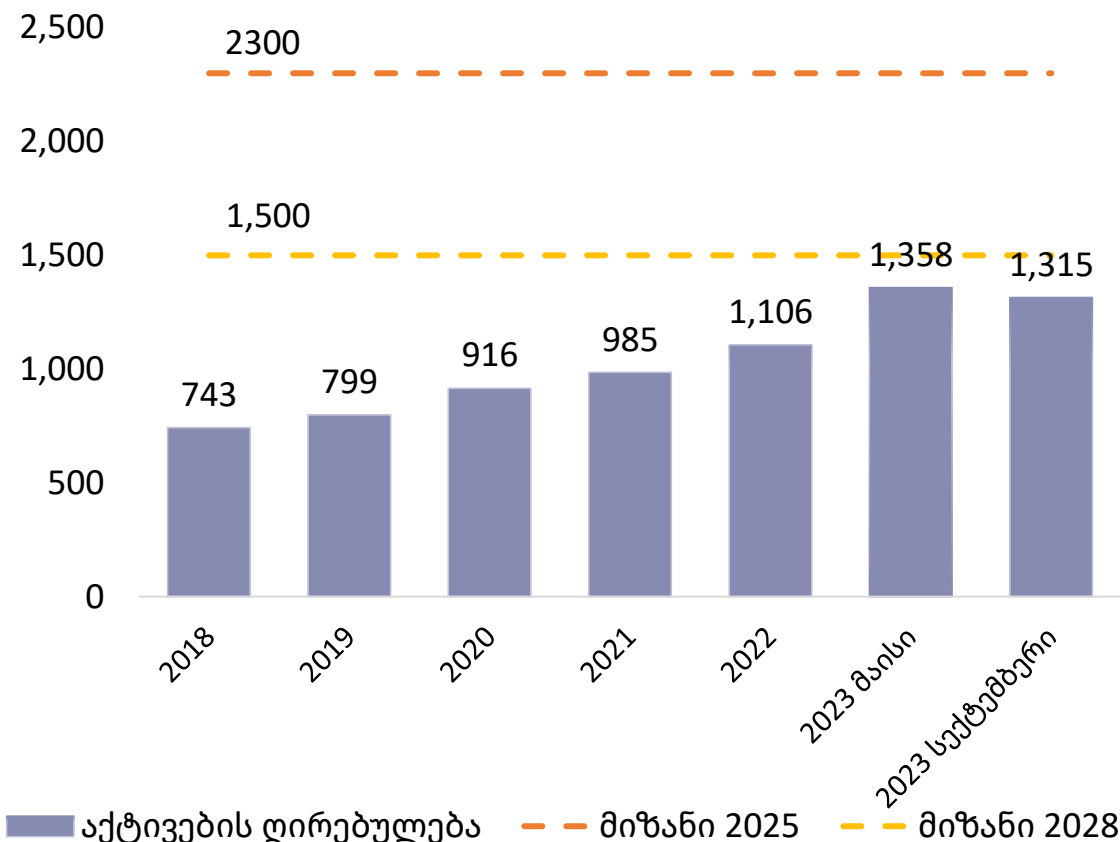


საპენსიო ფონდების აქტივების ღირებულება



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, საპენსიო სააგენტო

სადაზღვევო კომპანიების აქტივების ღირებულება



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახური

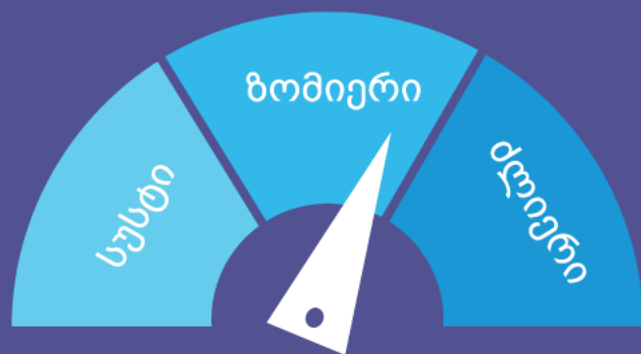


# გმადლობთ



**USAID**  
ამერიკელი ხალხისგან

**ISET** POLICY  
INSTITUTE  
International school of economics at TSU



# რეფორმები

თითოეული რეფორმის კვალდაკვალი



# ნებაყოფლობითი კერძო პენსიის რეფორმა

## მესამე სვეტი



საქართველოს ეკონომიკისა და  
მდგრადი განვითარების სამინისტრო  
დეკემბერი 2023

# არსებული საპენსიო სისტემა

## საქართველოში დღეს არსებული საპენსიო უზრუნველყოფა მოიცავს შემდეგ კომპონენტებს:

- საყოველთაო პენსია ~220 ლარის ოდენობით (250 ლარი 70+ ასაკის მოქალაქეებისათვის და 300 ლარი მაღალმთიან დასახლებებში მცხოვრებ პირთათვის), საყოველთაო პენსია ინდექსირებულია;
- დაგროვებითი პენსია, რომელიც მოიცავს შემდეგი კონტრიბუციების შედეგს - დასაქმებულის მხრიდან მისი დასაბეგრი ხელფასის 2%-ს, ასევე მისი დამსაქმებლის მხრიდან 2%-ს, ხოლო სახელმწიფოს კონტრიბუციებს შემდეგი წესებით - დასაქმებულის წლიური შემოსავლის 24,000 ლარამდე - დასაბეგრი ხელფასის 2%-ს ან 24,000-დან 60,000 ლარამდე - 1%-ს;
- ნებაყოფლობითი პენსია, რომლის სარგებელიც დამოკიდებულია საპენსიო სქემის პირობებზე.

არსებული ნებაყოფლობითი კერძო პენსიის სისტემა არის უმოქმედო, არაეფექტური და არ ახასიათებს ის კონკურენტული მასტიმულირებელი სავადასახადო მექანიზმები, რომლებიც დაინტერესებს გამოიწვევდა მოქალაქეებში დაგროვებითი საპენსიო სისტემის პარალელურად.

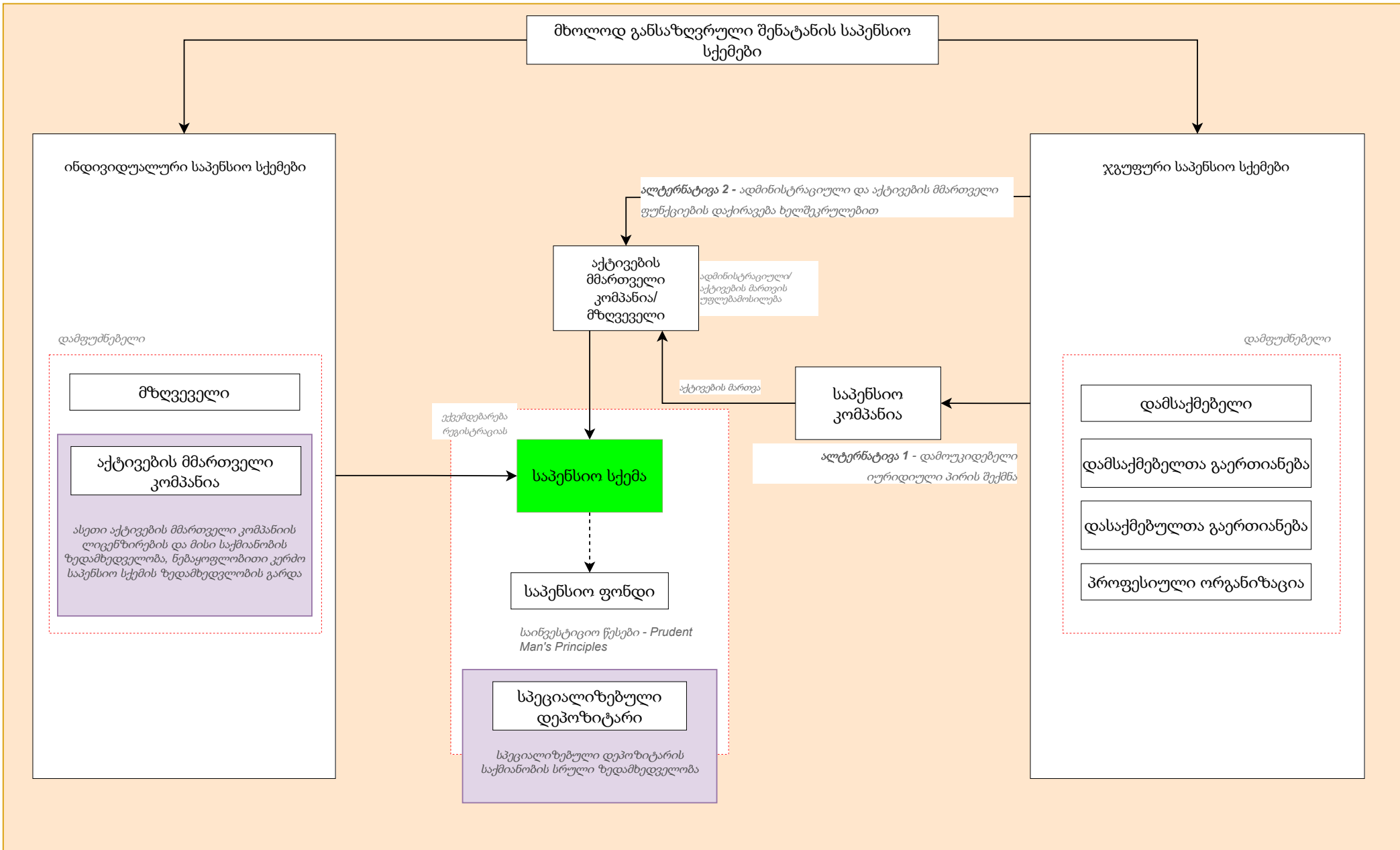
პირისათვის, რომელიც 35 წლის განმავლობაში მონაწილეობს დაგროვებით საპენსიო სქემაში და სარგებლობს საყოველთაო პენსიით, ჩანაცვლების კოეფიციენტი არსებულ ყოველთვიურ საშუალო ხელფასთან მიმართებით (~ 1,368 ლარი) იქნება შემდეგი (არსებული ნებაყოფლობითი საპენსიო სქემების გამოკლებით):

საშუალო ხელფასის ჯერადი	0.5	1.0	1.5
მიახლოებითი ჩანაცვლების კოეფიციენტი (220 ლარის გაანგარიშებით)	55%	39%	34%

პენსიაზე გასვლისას სათანადო ცხოვრების ხარისხის შესანარჩუნებლად საჭირო ჩანაცვლების კოეფიციენტი მერყეობს 60%-დან 70%-მდე. შესაბამისად, აშკარაა პოტენციური დამატებითი საპენსიო დანაზოგების შესაქმნელად.

# ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემა

მესამე სვეტის პენსია



# საგადასახადო ჩარჩო

ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სისტემის განვითარებისა და მიმზიდველობისათვის შემუშავებულ იქნა დაგროვებითი პენსიის მსგავსი საგადასახადო შეღავათების სტრუქტურა, რომელიც გულისხმობს სამი რანგის გადასახადისაგან გათავისუფლებას - შენატანების, მოგებისა და პენსიის გატანის ნაწილში. შენატანების ნაწილში კანონი ითვალისწინებს წლიურ ზღვრულ თანხას, რომელიც სარგებლობს საგადასახადო შეღავათებით, რაც აზღვევს საგადასახადო ვალდებულებისაგან თავის არიდების მიზნის შემთხვევებს. კანონი ასევე განსხვავებულ მიდგომას აყალიბებს პენსიის ერთიანი გატანის შემთხვევაში, რათა დაცულ იქნას კანონის ძირითადი მიზნები.

## საშემოსავლო გადასახადისაგან გათავისუფლებულია:

- ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემის მონაწილის მიერ ან/და მის სასარგებლოდ წლის განმავლობაში ჯამურად 6,000 ლარამდე განხორციელებული საპენსიო შენატანი. აღნიშნული შეღავათი გულისხმობს სქემის მონაწილის დაუბეგრავი შემოსავლის თანხის მიმართებას მის საპენსიო ანგარიშზე;
- საპენსიო სქემაში მონაწილეობის შედეგად საპენსიო აქტივებზე ინვესტირების შედეგად დარიცხული სარგებელი. აღნიშნული გულისხმობს მონაწილის საპენსიო აქტივების ინვესტირებით გამოშვებული სარგებლის საშემოსავლო/მოგების გადასახადისაგან გათავისუფლებას;
- მონაწილის მიერ საპენსიო ასაკის მიღწევას, საპენსიო ასაკის მიღწევამდე 5 წლით ადრე (თუ სქემა ასეთ წესს ითვალისწინებს) ან შესაძლებლობის შემლუდვისას მონაწილის ინდივიდუალურ საპენსიო ანგარიშზე აღრიცხული საპენსიო აქტივების გატანა პროგრამული გატანით ან ანუიტეტის თორმით მიღებისას არ დაიბეგრება საშემოსავლო გადასახადით. ამასთან, პენსიის ერთიანი გატანის შემთხვევაში, გარდა ბენეფიციარის/მემკვიდრის მიერ პენსიის გატანისა, საშემოსავლო გადასახადით დაბეგრავს ექვემდებარება განხორციელებული შენატანი, ხოლო საპენსიო აქტივებზე ინვესტირების შედეგად დარიცხული სარგებელი ასეთ შემთხვევაში არ იბეგრება;
- ყველა სხვა შემთხვევაში, როდესაც საპენსიო აქტივების გატანა ხორციელდება კანონით დაშვებული შემთხვევების გათვალისწინების გარეშე, საპენსიო აქტივები ექვემდებარება სრულ დაბეგრავს, როგორც შენატანების, ასევე მოგების და გატანის ნაწილებში.

# ზედამხედველობა

## საპენსიო სქემებთან დაკავშირებული ზედამხედველობა

ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სისტემის ეფექტური და მარტივი საზედამხედველო ჩარჩოს შემდგომი განვითარების მიზნით, კანონის მიხედვით ზედამხედველობა ძირითადად კონცენტრირებულია დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურში. დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახური წინასწარი განჭვრეტის და რისკზე დამყარებული მიდგომის საფუძველზე ახორციელებს:

- საპენსიო კომპანიის ლიცენზირებას;
- საპენსიო სქემის რეგისტრირებას;
- ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სისტემის თვარგლებში საინვესტიციო და არასაინვესტიციო საქმიანობის ზედამხედველობას;
- საპენსიო სქემის მონაწილეთა ინტერესების დაცვას.

## სპეციალიზებული დეპოზიტარის და აქტივების მმართველი კომპანიის დამატებითი რეგულირება და ზედამხედველობა

- ეროვნული ბანკი უცვლელად ინარჩუნებს ზედამხედველობას აქტივების მმართველ კომპანიებსა და სპეციალიზებულ დეპოზიტარებზე. იმ შემთხვევაში თუ აქტივების მმართველი კომპანია გადაწყვეტს განახორციელოს ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო საქმიანობა, მან უნდა დაიცვას ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემის მიმართ დანესებული ყველა მოთხოვნა. ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო საქმიანობის თვარგლებში აქტივების მმართველი კომპანია დაეყვემდება კანონით განსაზღვრულ დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურის ზედამხედველობას მხოლოდ აღნიშნული საქმიანობის თვარგლებში, ისე, რომ ეს არ იქნება წინააღმდეგობრივი ეროვნული ბანკის საზედამხედველო უფლებამოსილებებთან;
- კანონით განსაზღვრული მიზნების მისაღწევად და ეფექტური ზედამხედველობის განსახორციელებლად, დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახური და ეროვნული ბანკი საკუთარი კომპეტენციის თვარგლებში თანამშრომლობენ და აკოორდინირებენ საკუთარ საზედამხედველო საქმიანობას ინფორმაციის გაცვლის და სხვა კანონმდებლობით დაშვებული ფორმებით.

## შენიშვნები

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---







საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

# “პირველი თაობის” რეფორმის შეფასება და საინვესტიციო ფონდების ბაზრის მიმოხილვა

ანა ხინჩიაშვილი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის  
დეპარტამენტი

# ძირითადი საკითხები

---

- ❑ **გაცარებული რეფორმები და მნიშვნელოვანი მიღწევები**
- ❑ **საინვესტიციო ფონდების ბაზრის პოტენციალი**

# გაზარებული რეფორმები და მნიშვნელოვანი მიღწევები

## „პირველი თაობის“ რეფორმა (2018-2020)

- ❑ 2018 წელს ჩამოყალიბდა დაგროვებითი საპენსიო სისტემა (**Pillar II**) და დამტკიცდა საპენსიო სააგენტოს საინვესტიციო საქმიანობის მარეგულირებელი & საზედამხედველო ჩარჩო;
- ❑ 2019 წელს ეროვნული ბანკი გახდა **IOPS**-ის მმართველი წევრი;
- ❑ 2020 წელს დამტკიცდა საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონი და მარეგულირებელი ჩარჩო (**AIFM & UCITS** დირექტივებზე დაყრდნობით);
- ❑ მარეგულირებელი ჩარჩო დაახლოვდა ევროკავშირის სტანდარტებთან (**MiFID, Transparency Directive, MAR, Prospectus Regulation**).

# გაზარებული რეფორმები და მნიშვნელოვანი მიღწევები

## „მეორე თაობის“ რეფორმა (2021-2023)

- ❑ 2021 წელს დამტკიცდა შუამავლებისათვის ეთიკის კოდექსი და ემიტენტებისათვის კორპორაციული მართვის კოდექსი;
- ❑ 2021 წელს ეროვნული ბანკი გახდა IOSCO-ს წევრი (ordinary member) და MMoU-ს მხარე;
- ❑ 2022-2023 წლებში დამტკიცდა:
  - ❑ „იპოთეკური ობლიგაციების შესახებ“ კანონი;
  - ❑ „დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ“ კანონი და დაკავშირებული ცვლილებები „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონში;
  - ❑ „ფასიან ქაღალდებად გარდაქმნის შესახებ“ კანონი (სეკიურტიზაცია) [დამტკიცდება მესამე მოსმენით წლის ბოლომდე];

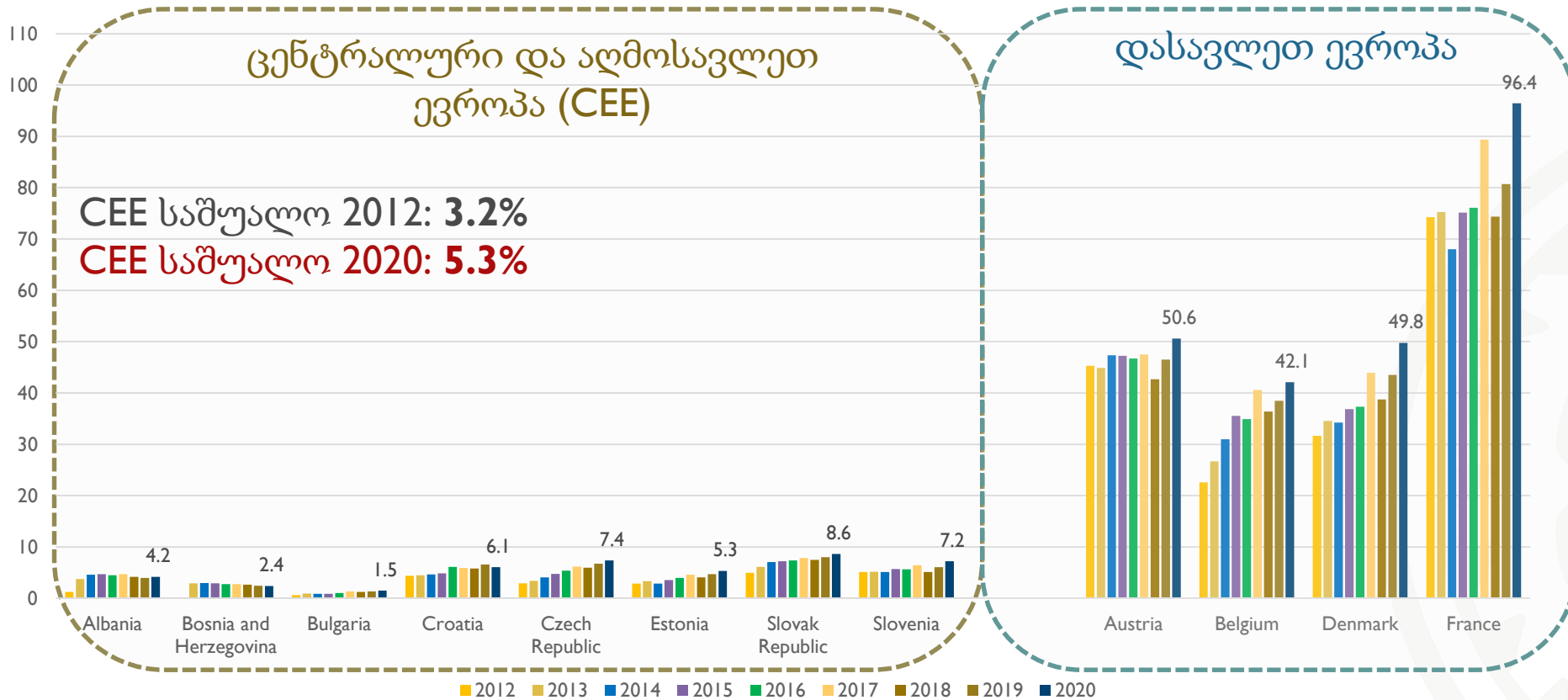
# გაზარებული რეფორმები და მნიშვნელოვანი მიღწევები

	2018	2023	
<b>დაგროვებითი საპენსიო სქემა</b>			
საპენსიო ფონდის მოცულობა (მლნ. ლარი)	0	4,200	
<b>საინვესტიციო ფონდების სექტორი</b>			
არსებული საინვესტიციო ფონდები	0	12	
არსებული აქტივების მმართველი კომპანიები	0	7	
არსებული სპეციალიზებული დეპოზიტარები	0	3	
საინვესტიციო ფონდების პორტფელის მოცულობა (მლნ. ლარი)	0	92*	
<b>სავალო ფასიანი ქაღალდები</b>			
ემიტენტი კომპანიების რაოდენობა	13	22	
საჯარო სავალო ფასიანი ქაღალდები	15	29	
ESG კატეგორიის	0	7	
კერძო სავალო ფასიანი ქაღალდების მიმდინარე მოცულობა (მლნ. ლარი)	238	0	<b>CAGR</b>
საჯარო სავალო ფასიანი ქაღალდების მიმდინარე მოცულობა (მლნ. ლარი)	379	1,796	▲ 37%
ჯამურად მიმდინარე მოცულობა (მლნ. ლარი)	617	1,796	▲ 24%

\* 2022 წლის 31 დეკემბრის მონაცემებით

# საინვესტიციო ფონდების & აქციების მართვის ბაზრის კონტენციალი

საინვესტიციო ფონდების (Mutual Funds) ბაზრის მოცულობა: % მშპ



წყარო: მსოფლიო ბანკი

საინვესტიციო ფონდების ჯამური მოცულობა კავკასიის და ცენტრალური აზიის (CCA) რეგიონში საკმაოდ დაბალია და ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნების (CEE) გამოცდილების შესაბამისად, პოტენციური აქვს, რომ მიაღწიოს საშუალოდ მშპ-ს 5%-ს.



# საინვესტიციო ფონდების & აქტივების მართვის ბაზრის კოტენციალი

- ❑ მზარდი მოთხოვნა ალტერნატიული დაფინანსების პროდუქტებზე (მაგ. კერძო კაპიტალი);
- ❑ **Middle class & ინსტიტუციური ინვესტორების** გაფართოებასთან ერთად, მზარდი მოთხოვნა საინვესტიციო პროდუქტების მიმართ;
- ❑ რეგიონის დონეზე მომსახურების გაფართოების პერსპექტივა;
- ❑ 2025 წლის პირველი იანვრიდან **Pillar II**-ის მონაწილეების შესაძლებლობა, აირჩიონ აქტივების მმართველი კომპანია საპენსიო აქტივების სამართავად.



# მადლობა

## კითხვები ?





# USAID Economic Governance Program

---

## Cost-Benefit Analysis of Investment Funds

Operational Research Institute, 2023

# Stakeholder consultations – Questionnaire

## **Fund Type and Investor Profile:**

- Type of investment fund (closed-end, open-end, interval)
- Costs associated with setting up the investment fund
- Main investors and prospective shareholders (resident/non-resident, legal entities/individuals)

## **Financial Aspects:**

- Total assets in USD
- Investment shares in Georgia and abroad
- Industries invested in within Georgia and abroad
- Average rates of return on investments

## **Strategic and Operational Considerations:**

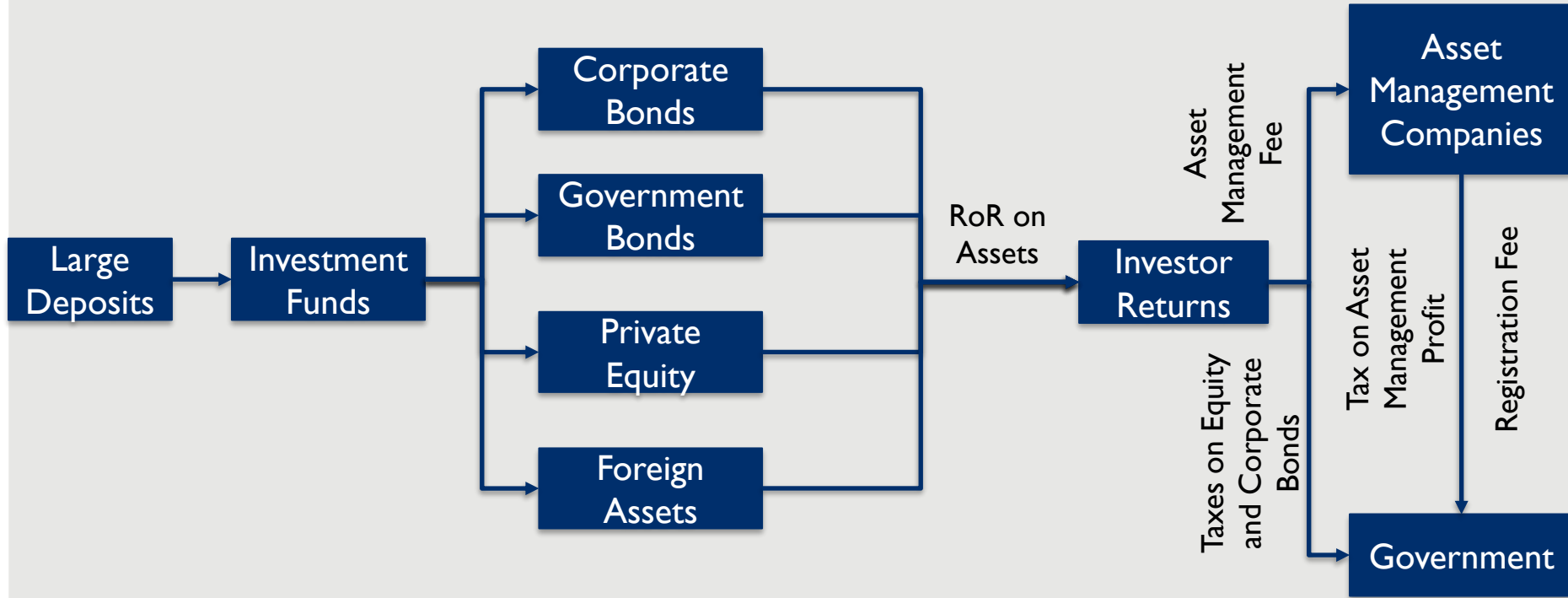
- Future investment plans and industries of interest
- Main constraints for setting up and developing investment funds in Georgia
- Impact of new legal framework on investment opportunities/volume



# Stakeholder consultations – Key takeaways

- Total assets **of the interviewed funds** amount to **5.2 mln USD**.
- Majority of the assets are **situated in Georgia**, spanning various industries such as real estate, healthcare, agriculture, trade, energy (including renewables), finance, manufacturing, and education.
  - Some investment funds diversify their portfolios by investing in foreign government bonds or NYSE stocks.
- A substantial portion of the setup costs is allocated to **market research, legal consulting and Audit**
- All interviewees noted that they would not have initiated an investment fund under the previous law, underscoring the impact of the current legislation.
- Challenges faced by these funds include regulatory ambiguity, specialized depository issues, low investor awareness, and the absence of a secondary market.

# Model Structure





# Monetized Benefits and Costs for Stakeholders

Stakeholder	Benefits	Costs
Investor	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Return on Investment</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Asset Management Fee</li><li>✓ Taxes on Private bonds and Equity</li></ul>
Government	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Taxes on equity and private bonds</li><li>✓ Taxes on profits of AMCs</li><li>✓ Registration Fees</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Staff costs of the regulator</li></ul>
Asset Management Companies (AMCs)	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Asset Management Fees</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Fund Registration Fees</li><li>✓ Fixed costs of setting up funds</li><li>✓ Variable and labour costs</li><li>✓ Profit Tax</li></ul>

# Major Parameters

Parameters	Base Value	Variability	Worst Case	Best Case
<b>Inflation</b>	3%	2%	1%	5%
<b>Nominal Social Discount Rate</b>	8.81%	2.76%	11.57%	6.05%
<b>Real Social Discount Rate</b>	5.64%	-	10.46%	1.00%
<b>Growth Rate of GEL Deposits</b>	6%	2%	4%	8%
<b>Growth Rate of USD Deposits</b>	-8%	2%	-10%	-6%
<b>Growth Rate of EUR Deposits</b>	-9%	2%	-11%	-7%
<b>Share of Deposits invested in investment Funds</b>	5%	2%	3%	7%
<b>Growth of share of deposits invested in investment funds</b>	1%	0.5%	0.5%	1.5%
<b>RoR on Corporate Bonds</b>	11%	2%	9%	13%
<b>RoR on Government Bonds</b>	8%	2%	6%	10%
<b>RoR on Equity</b>	15%	2%	13%	17%
<b>RoR on Foreign Investment (S&amp;P 500 Average Annual)</b>	12%	2%	10%	14%

# Major Parameters

Parameters	Base Value	Value at Period 10
Number of Investment Funds	11	59
Taxes on Equity Investment	15%	15%
Taxes on Corporate Bonds	5%	5%
Asset Management Fee	1.5%	1.5%
Cost of setting up the investment fund (GEL)	40,000	40,000
Value Large GEL Deposits (GEL)	2,739,160,000	4,898,252,368
Value Large USD Deposits (USD)	232,767,000	105,202,887
Value Large EUR Deposits (EUR)	60,668,000	24,467,388
Value of corporate bonds purchased by investment funds (flow)	54,751,256	25,520,349
Value of government bonds purchased by investment funds (flow)	27,375,628	12,760,175
Value of investment in fixed assets invested as equity (flow)	74,353,557	34,657,264
Value of investment in foreign funds (flow)	26,023,745	12,130,043

# Major Parameters

Parameters	Base Value	Value at Period 10
Maturity of Corporate bonds	3	3
Maturity of Government bonds	10	10
Share of corporate bonds purchased by investment funds	30%	30%
Share of government bonds purchased by investment funds	15%	15%
Share of investment in fixed assets invested as equity	41%	41%
Share of foreign investments made by investment funds	14%	14%
Share of foreign investors in total investment fund assets	13%	23%

# Expected Case

## Main Parameters

<b>Nominal Discount Rate</b>	8.81%
<b>Period</b>	2024 - 2033
<b>Target inflation rate</b>	3.00%
<b>Real Discount rate</b>	5.64%

Total Benefits and Costs	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Benefits (1000 GEL)	23,032	26,910	30,498	28,897	31,457	33,889	36,349	38,702	40,987	65,440
Costs (1000 GEL)	6,267	6,740	7,686	7,567	8,005	8,715	9,045	9,637	10,343	12,047
NPV (1000 GEL)	16,766	20,171	22,813	21,330	23,452	25,174	27,304	29,065	30,644	53,392
Benefits to Cost ratio (BCR)	3.7	4.0	4.0	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0	5.4

# Sensitivity Analysis

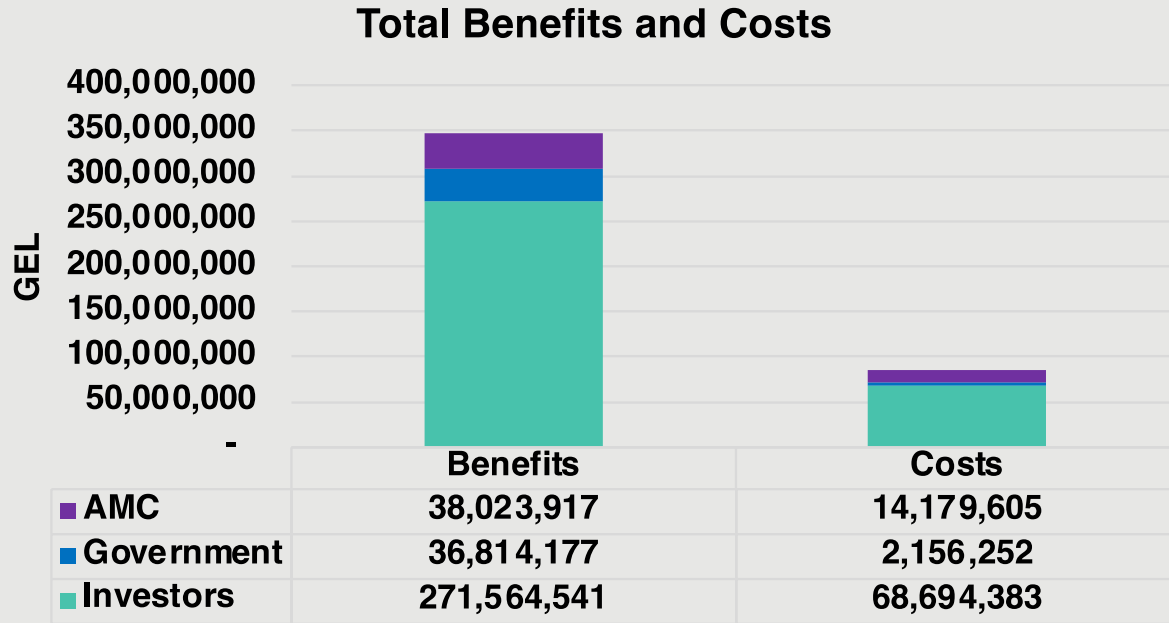
## Alternative - 2 - Worst Case Scenario

Total Benefits and Costs	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Benefits (1000 GEL)	11,006	11,737	12,186	10,403	10,529	10,541	10,563	10,496	10,375	14,400
Costs (1000 GEL)	3,877	3,642	3,834	3,492	3,341	3,402	3,170	3,129	3,157	3,266
NPV (1000 GEL)	7,129	8,095	8,352	6,912	7,188	7,139	7,394	7,367	7,218	11,134
Benefits to Cost ratio (BCR)	2.8	3.2	3.2	3.0	3.2	3.1	3.3	3.4	3.3	4.4

## Alternative 3 – Best Case Scenario

Total Benefits and Costs	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Benefits (1000 GEL)	39,468	49,824	60,865	62,825	73,249	84,484	96,803	110,105	124,523	224,165
Costs (1000 GEL)	9,201	10,958	13,449	14,315	16,435	19,130	21,576	24,645	28,191	35,892
NPV (1000 GEL)	30,267	38,866	47,416	48,510	56,814	65,354	75,227	85,461	96,332	188,273
Benefits to Cost ratio (BCR)	4.3	4.5	4.5	4.4	4.5	4.4	4.5	4.5	4.4	6.2

# Cummulative Benefits and Costs (GEL)

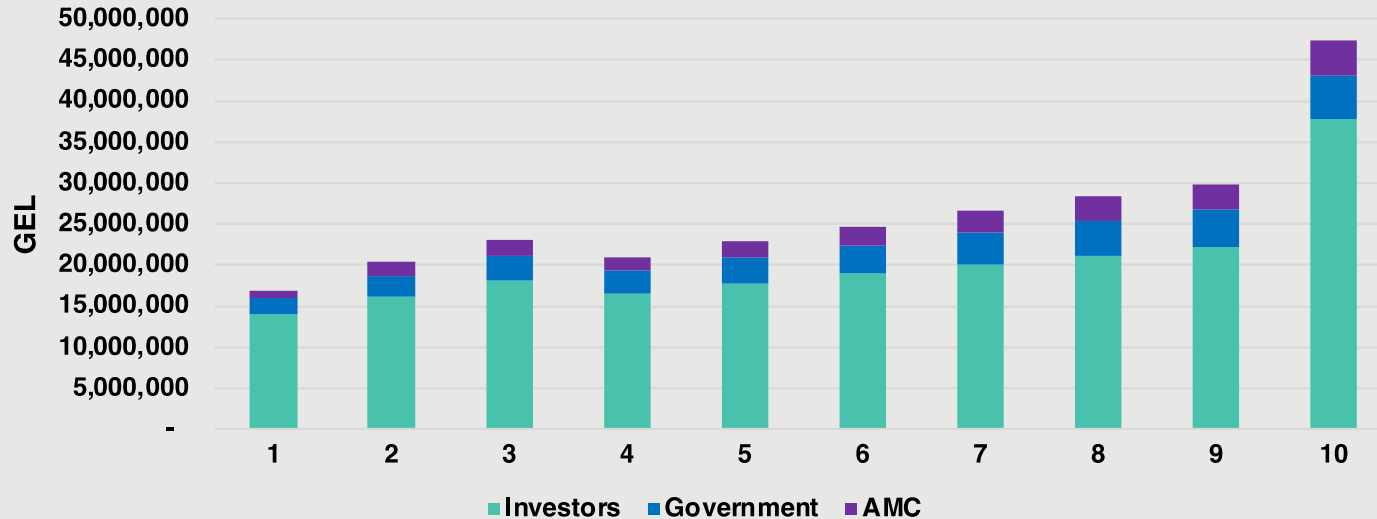


- ✓ Investors are the major beneficiary of the reform
- ✓ AMCs and Government also benefit substantially
- ✓ Substantial Benefits at AMCs are vital for development of these services and investment funds at large



# Results – NPV of Net Benefits

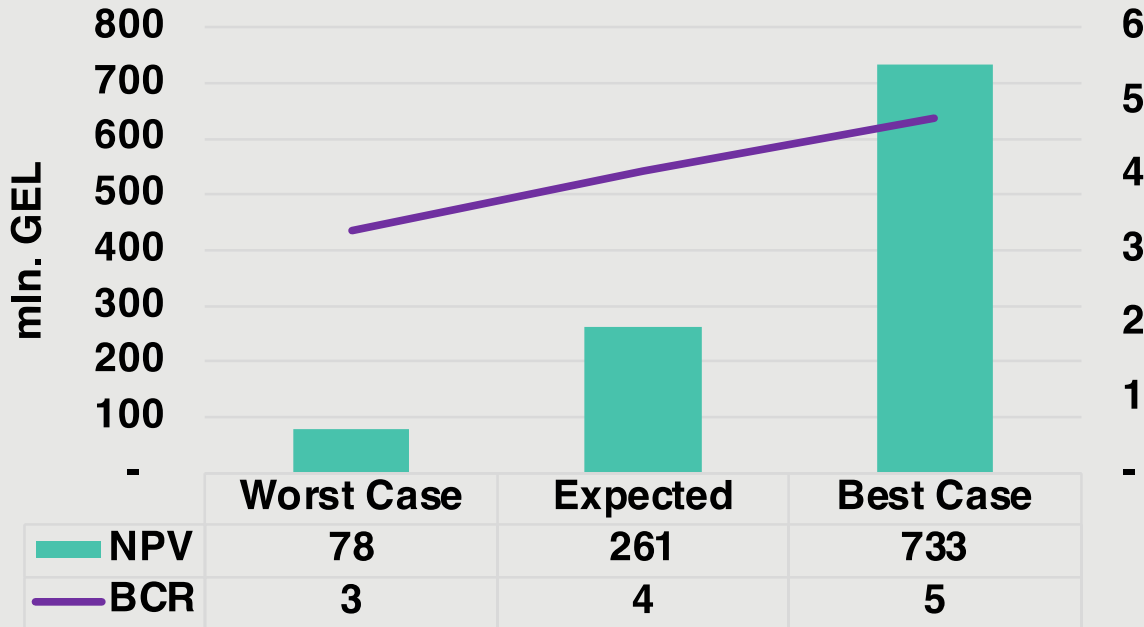
## Net Benefits By Stakeholders



- Large benefits to investors in the final period are associated with accounting of terminal value of remaining assets in corporate and government bonds
- Calculations show, that all stakeholders have positive gains in each period

# Summary – Sensitivity Analysis

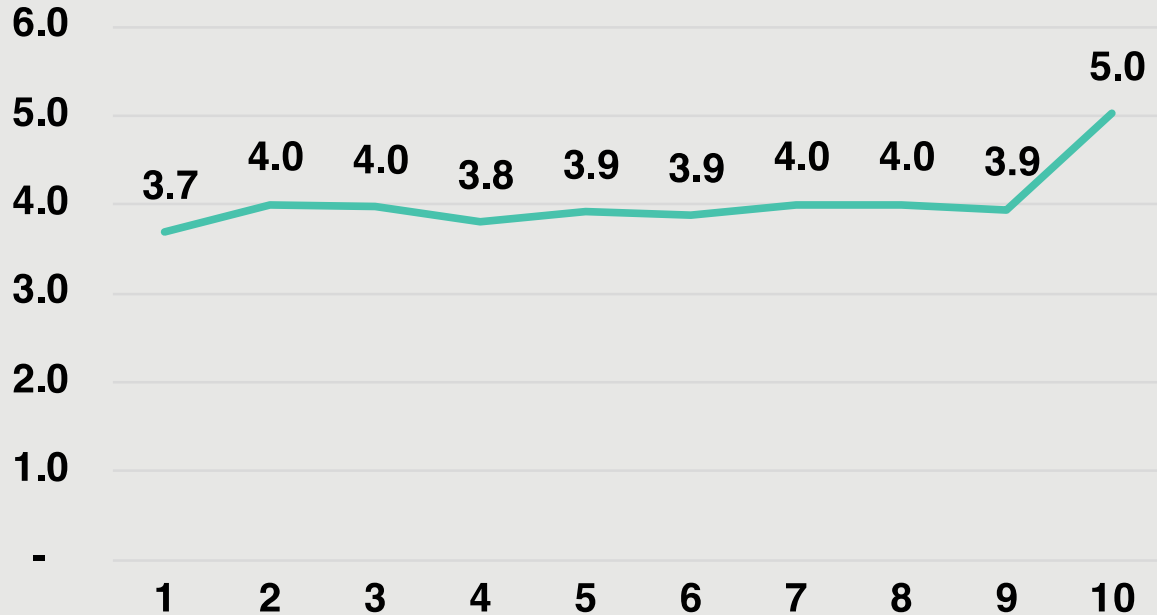
## NPV of Net Benefits



- ✓ Sensitivity analysis shows, that the reform will have a positive outcome even even in the worst-case scenario
- ✓ In case of good performance of the sector, the potential increase in NPV is substantial

# Results

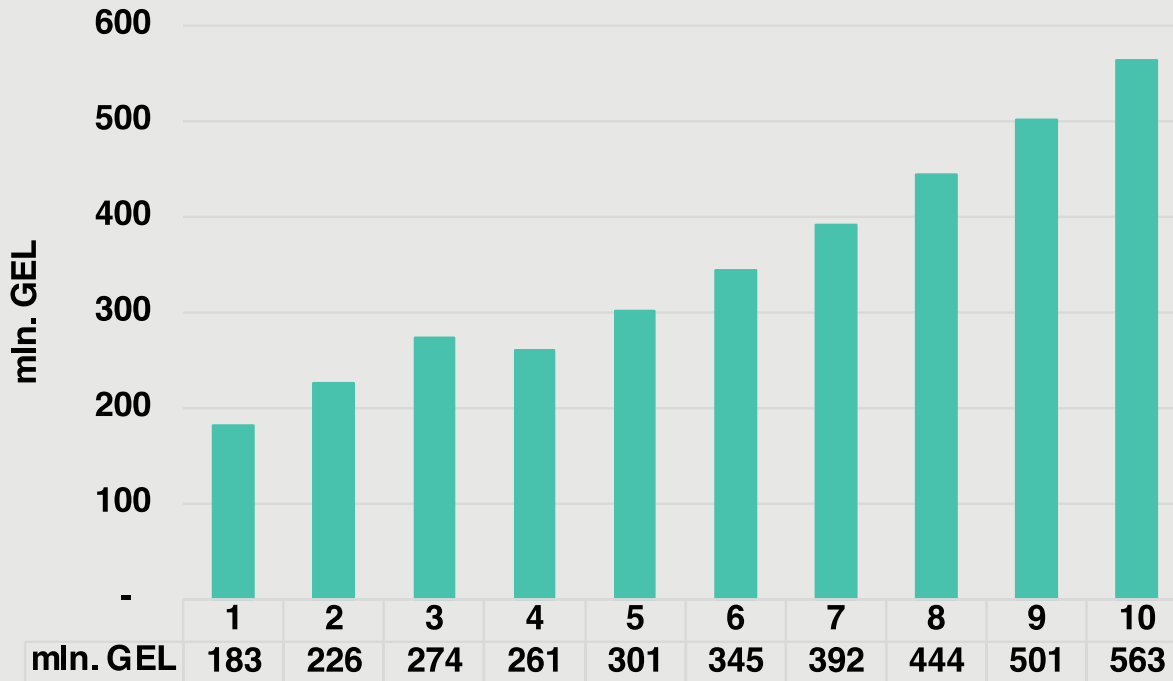
## Benefits to Cost Ratio



- ✓ Large increase in benefits to cost ratio in final period is the result of accounting of remaining assets in bonds
- ✓ Overall benefits to cost ratio is very high indicating generation of around 4 times larger benefits compared to costs

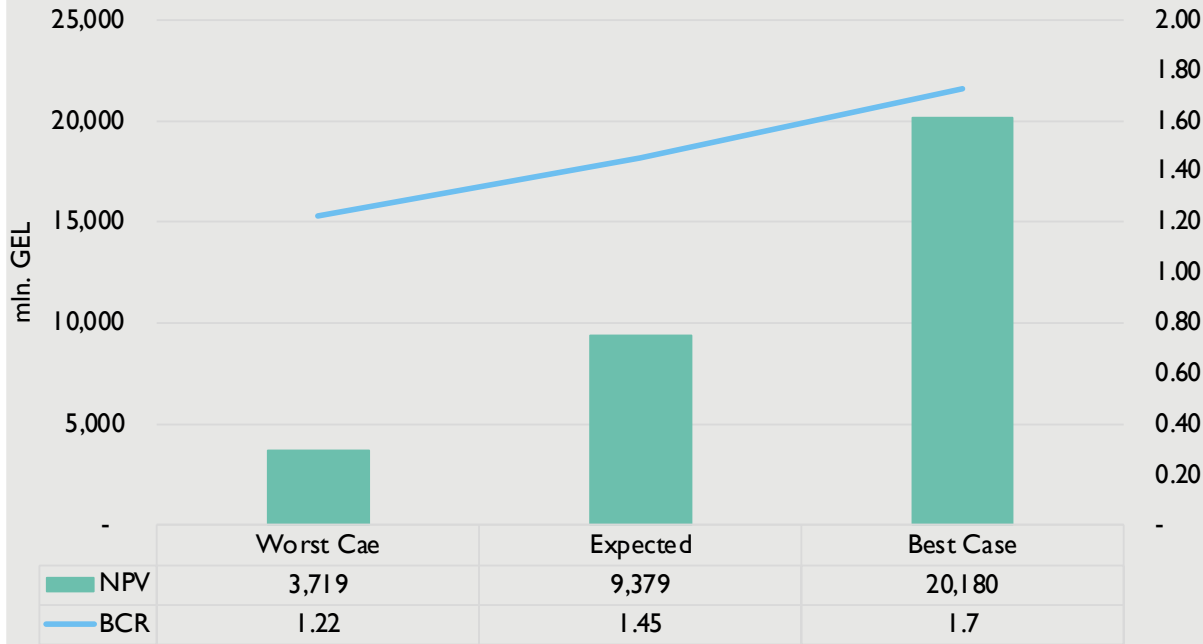
# Total Assets in Investment Funds

Total Stock of Assets in Investment Funds



- ✓ Total stock of investment increases substantially over years around 3 fold in 10 years
- ✓ Total assets in investment funds will represent around 1% of GDP by the 10th year, that is comparable to Eastern European Experience

# Impact of Securitization



- ✓ There are additional impacts from investment in securities, impact of securitization is presented in the Figure
- ✓ Securitization reform creates substantial additional opportunity for development of investment funds, presented in over GEL 9 bln over 10 years

# Impact of Real Estate Investment Funds



- ✓ There are additional impacts from investment in REITs, that is not included in this assessment of investment funds
- ✓ REITs have the potential of generating up to 1.3 bln. GEL in net benefits over the next 10 years

# Conclusions and Recommendations

1. The reform of the legislation for investment funds, has overwhelmingly positive impact on the development of the sector.
  1. **Recommendation I** – the regulator should proactively work on refining the legislative framework and drive transparency on the market to minimize regulatory risks for investors
2. The model shows, that even with standardized portfolio assumed, the utilization of the existing supply of financial derivatives on the market reaches its limits, especially in the best-case scenario
  1. **Recommendation II** – securitization and development of the secondary market for derivatives can have substantial positive impact on development of investment funds
  2. **Recommendation III** – creating incentives for development of real estate investment Trusts (REITs) could also play an important role in the fund development



---

Thank You!



# Share of Total Investable Universe Purchased by Investment Funds

