

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی وضعیت پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های باز نمستی در جهان

و قوانین و مقررات مرتبط با آن

پیدا آورندگان:

سید محمد حواد فرہانیان

محمد توحیدی

فهرست مطالب

۱	مقدمه	۴
۲	نمای کلی وضعیت دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در جهان	۴
۳	وضعیت مالکیت صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای فعال در این حوزه	۸
۴	بررسی قوانین و مقررات صندوق‌های بازنشستگی در زمینه مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری	۹
۴.۱	محدودیت‌های پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های مختلف	۱۰
۴.۲	محدودیت‌های صندوق‌های بازنشستگی جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خارجی	۱۴
۴.۳	محدودیت‌های مرتبط با تمرکز مالکیت در سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی	۱۷
۵	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری	۲۱
۶	منبع و مآخذ	۲۳

چکیده:

هدف اصلی در تدوین این گزارش بررسی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی و قوانین و مقررات مرتبط با آن است. این گزارش شامل چند بخش می‌باشد. در بخش اول وضعیت دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در هفت کشور برتر جهان یعنی آمریکا، کانادا، انگلیس، استرالیا، ژاپن، هلند و سوئیس مورد بررسی قرار گرفته است. در این بخش نسبت دارایی‌های صندوق‌ها به تولید ناخالص داخلی کشورها و نحوه و روند تخصیص جهانی دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در این هفت کشور بررسی گردیده است. در بخش دوم وضعیت مالکیت صندوق‌های بازنشستگی مورد تأکید واقع شده است که چه مقدار از دارایی‌های صندوق‌ها توسط بخش خصوصی و چه میزان توسط بخش دولتی نگه‌داری می‌شوند. در بخش بعدی که بخش اصلی گزارش نیز محسوب می‌گردد، قوانین و مقررات مرتبط با استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در هفت کشور برتر و همچنین برخی کشورهای همسایه جمهوری اسلامی ایران تبیین گردیده است. آن‌چه مسلم است این است که کشورهای مختلف جهت مدیریت ریسک صندوق‌ها سعی نموده‌اند از طریق قوانین و مقررات، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها را مدیریت و کنترل نمایند. در ایران نیز لازم است با توجه به سیر تحول تاریخی نظام بازنشستگی کشور، ساختار حقوقی خاص صندوق‌های بازنشستگی، وضعیت توسعه نهادی و مقرراتی بازار سرمایه و درجه توسعه اقتصادی کشور به دنبال وضع قوانین و مقررات محدود کننده مرتبط با استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی جهت مدیریت ریسک آن‌ها باشیم. با بررسی و دنبال کردن دقیق روند قوانین و مقررات کشورهای توسعه یافته و نیز کشورهای همسایه ایران، می‌توان بر اساس توسعه یافتگی و دولتی یا خصوصی بودن صندوق‌ها، پیشنهاداتی را راجع به وضع قوانین و مقررات در مورد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در ایران ارائه نمود.

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
www.rdis.ir

کلید واژه‌ها: صندوق‌های بازنشستگی، قوانین و مقررات، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، مدیریت پرتفوی، تمرکز مالکیت، تضاد منافع.

صندوق‌های بازنشستگی از دو جنبه مهم دارای اهمیت و قابل توجه هستند. نخست، از آن جهت که ابزاری برای تأمین آتیه تمام یا لاقلاً بخش عمده‌ای از جمعیت هر کشور محسوب می‌شود. دوم، از آن جهت که نقش تعیین کننده‌ای در بازارهای مالی به ویژه بازارهای سرمایه دارند. به همین خاطر توجه و اهتمام کافی دولت‌ها و متولیان امر، به مقوله‌هایی مانند قوانین و مقررات و سیاستگذاری مناسب در این زمینه ضروری به نظر می‌رسد. همچنین در ارتباط با بازارهای مالی و مخصوصاً بازار سرمایه، بررسی قوانین و مقررات مرتبط با حجم و منابع دارایی‌ها، گردش مالی و عملیات سرمایه‌گذاری، سیاست‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک صندوق‌ها امری ضروری به نظر می‌رسد. مقررات حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی در سطح کشورهای مختلف و صندوق‌های فعال در بخش‌های دولتی و خصوصی، تفاوت‌های قابل توجهی با یکدیگر دارند. به همین خاطر می‌توان گفت که چارچوب دقیق و روشن قانونی برای مجموعه این صنعت وجود ندارد که بتوان آن را تعمیم داد؛ اما همه نظام‌های قانونی و نظارتی به ویژه در بخش خصوصی در تلاش برای تدوین مقررات لازم هم‌جهت هستند. اختلاف‌های موجود از عوامل متعددی مانند سیر تحول تاریخی نظام بازنشستگی کشورهای مختلف، ساختار حقوقی خاص صندوق‌های بازنشستگی، وضعیت توسعه نهادی و مقرراتی بازارهای سرمایه و درجه توسعه اقتصادی کشورهای مختلف سرچشمه می‌گیرد.

در این گزارش به بررسی وضعیت پرتفوی سرمایه‌گذاری کشورهای توسعه یافته و فعال در حوزه صندوق‌های بازنشستگی و قوانین و مقررات مرتبط با آن پرداخته‌ایم. با وجود تفاوت‌ها در قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری کشورهای مختلف، آنچه مسلم است این است که کشورهای مختلف جهت مدیریت ریسک صندوق‌ها سعی نموده‌اند از طریق قوانین و مقررات محدود کننده، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها را مدیریت و کنترل نمایند.

۲ نمای کلی وضعیت دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در جهان

در پایان سال ۲۰۱۲، دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی برای ۱۳ کشور بزرگ فعال در این زمینه در حدود ۲۹.۷۵۴ میلیارد دلار برآورد شده است که یک افزایش ۸.۹ درصدی را در مقایسه با انتهای سال ۲۰۱۱ نشان می‌دهد. همچنین نسبت دارایی‌های صندوق‌ها به تولید ناخالص داخلی کشورها به ۷۸.۳ درصد رسیده است. بزرگ‌ترین بازارها برای صندوق‌های بازنشستگی در آمریکا، ژاپن و انگلیس می‌باشد که به ترتیب ۵۶.۶٪، ۱۲.۵٪ و ۹.۲٪ کل دارایی‌های صندوق‌ها در ۱۳ کشور بزرگ فعال در این حوزه است. نرخ رشد دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در این سه کشور در سال ۲۰۱۲ به ترتیب ۱۰٪، ۵٪ و ۹.۹٪ بوده است. در پایان سال ۲۰۱۲ بطور متوسط نحوه تخصیص جهانی دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در هفت کشور که دارای بزرگترین بازارها برای این صندوق‌ها هستند^۱ بدین صورت بوده است که ۴۷.۳٪ سهام، ۳۲.۹٪ اوراق قرضه، ۱.۲٪ وجه نقد و ۱۸.۶٪ شامل دیگر دارایی‌ها بوده است. روند تخصیص دارایی‌ها تا حدی نسبت به سال ۲۰۱۱ تغییر کرده است به گونه‌ای که وزن سهام در پرتفوی سرمایه‌گذاری بیشتر شده در حالی که وزن اوراق قرضه، وجه نقد و دیگر سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یافته است. وزن سهام در پرتفوی صندوق‌های کشورهای استرالیا، آمریکا و انگلیس بیشتر از بقیه هفت کشور بزرگ یعنی ژاپن، سوئیس، هلند و کانادا است. در سوئیس، ژاپن و هلند استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بیشتر بر اوراق قرضه متمرکز است. حجم کل

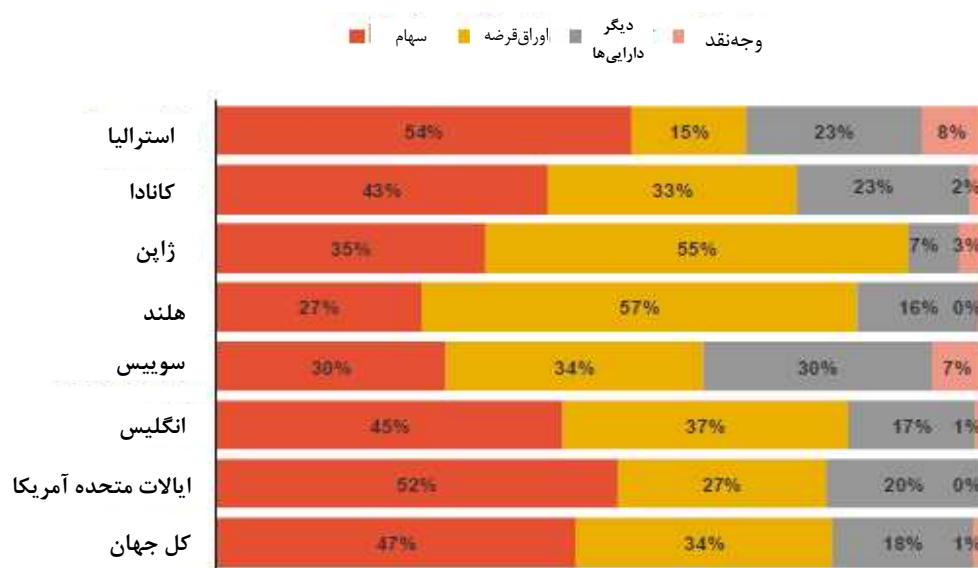
^۱ - هفت کشور عبارتند از: آمریکا، انگلیس، سوئیس، هلند، ژاپن، کانادا و استرالیا.

دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در سیزده کشور فعال در این زمینه و مقایسه آن با تولید ناخالص داخلی در جدول شماره ۱ نمایش داده شده است:

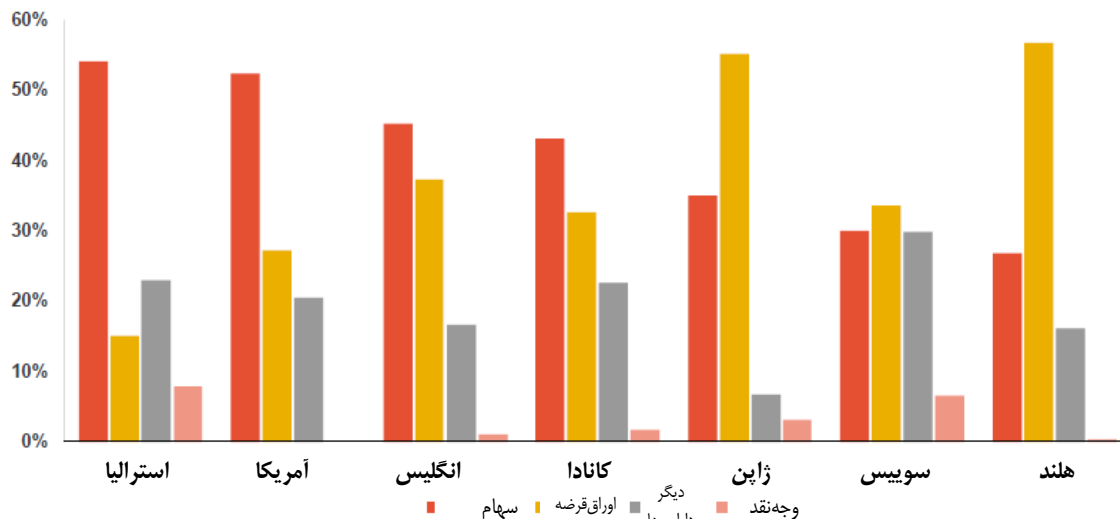
	کل دارایی‌ها در سال ۲۰۱۲ (میلیارد دلار)	درصد از GDP (ارز کشور)
استرالیا	1,555	101%
برزیل	340	14%
کانادا	1,483	84%
فرانسه	168	7%
آلمان	498	15%
هنگ کنگ	104	40%
ایرلند	113	55%
ژاپن	3,721	62%
هلند	1,199	156%
آفریقای جنوبی	252	64%
سوئیس	732	118%
انگلیس	2,736	112%
آمریکا	16,851	108%
کل	29,754	78%*

جدول شماره ۱. حجم کل دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی و مقایسه آن با تولید ناخالص داخلی

همچنین در نمودار شماره ۱ و ۲ نحوه تخصیص دارایی‌ها در کشورهای مختلف مقایسه گردیده است:



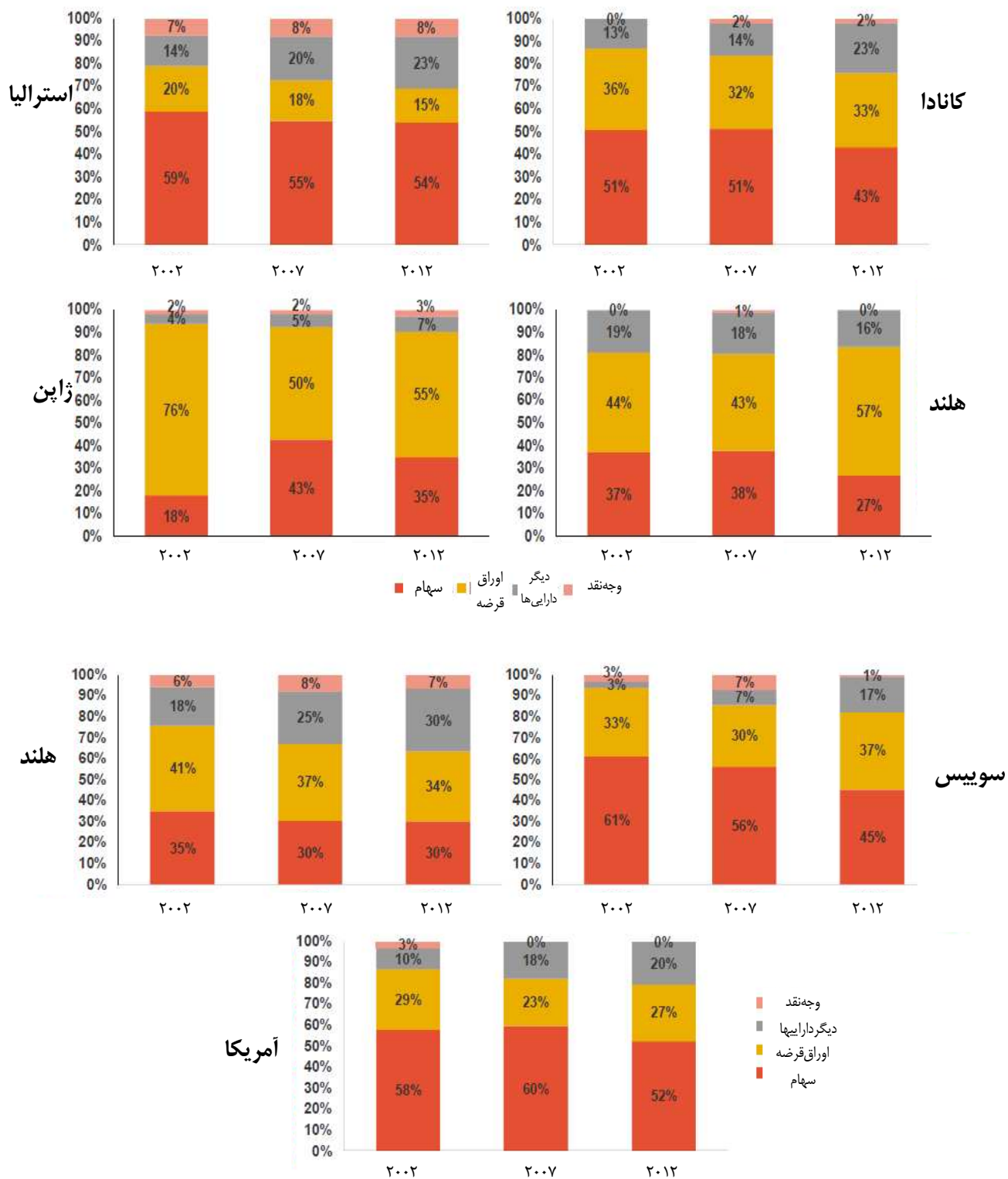
نمودار شماره ۱. نحوه تخصیص دارایی‌ها در پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی



نمودار شماره ۲. نحوه تخصیص دارایی‌ها در پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی

نمودار شماره ۲ نشان می‌دهد در سال ۲۰۱۲، در بازار آمریکا، انگلیس و استرالیا سرمایه‌گذاری در سهام بالای متوسط است این در حالی است که در هلند و ژاپن سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه بیشتر از متوسط است. سوئیس نیز کشوری است که بصورت متناسب و تقریباً برابر در سهام، اوراق قرضه و دیگر دارایی‌ها سرمایه‌گذاری کرده است.

همچنین در نمودار شماره ۳ می‌توان نحوه و روند تخصیص دارایی‌ها در صندوق‌های بازنشستگی هفت کشور بزرگ فعال در این زمینه را طی سال‌های ۲۰۰۲، ۲۰۰۷ و ۲۰۱۲ بررسی و مقایسه نمود:



Source: Towers Watson and Secondary Sources

نمودار شماره ۳. روند تخصیص دارایی‌ها در صندوق‌های بازنشستگی طی سال‌های ۲۰۰۲، ۲۰۰۷ و ۲۰۱۲

۳ وضعیت مالکیت صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای فعال در این حوزه

با در نظر گرفتن میزان دارایی‌های موجود در پرتفوی صندوق‌های بازنشستگی در هفت کشور بزرگ فعال در این زمینه، ۶۵٪ دارایی‌ها توسط بخش خصوصی و ۳۵٪ توسط بخش دولتی نگهداری می‌شود.

با توجه به نمودار شماره ۴، در انگلیس و استرالیا، بخش خصوصی بزرگ‌ترین بخش دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی را نگه می‌دارد که به ترتیب برابر ۸۹٪ و ۸۴٪ کل دارایی‌ها در سال ۲۰۱۱ بوده است. کانادا و ژاپن نیز دو کشوری هستند که بخش دولتی بیشتر دارایی‌های صندوق‌ها را نگه می‌دارد که به ترتیب برابر با ۵۷٪ و ۷۳٪ کل دارایی‌ها می‌باشد.



نمودار شماره ۴. وضعیت مالکیت صندوق‌های بازنشستگی

۴ بررسی قوانین و مقررات صندوق‌های بازنشستگی در زمینه مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی OECD^۲ در سال ۲۰۱۳ گزارشی را با عنوان "بررسی سالانه قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی" منتشر کرده است. در این گزارش قوانین و مقررات مهم سرمایه‌گذاری - که بیشتر جنبه کمی دارند - در مورد صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای عضو OECD و IOPS^۳ تشریح گردیده است.

این گزارش تمام طرح‌های بازنشستگی (شامل طرح‌های بازنشستگی شغلی^۴، شخصی^۵، اجباری^۶، اختیاری^۷، با مزایای معین^۸، با مشارکت معین^۹ و ...) را که توسط صندوق‌های بازنشستگی تأمین مالی می‌شوند پوشش می‌دهد. اطلاعات گردآوری شده در این گزارش شامل اشکال متنوعی از محدودیت‌های کمی سرمایه‌گذاری برای صندوق‌های بازنشستگی در سطوح مختلف قانونی (قانون، آیین‌نامه، دستورالعمل و ...) می‌باشد.

این گزارش شامل سه جدول اصلی می‌باشد که:

- جدول شماره ۱، ترکیب سرمایه‌گذاری در پرتفوی صندوق‌ها را به تفکیک دارایی‌های مختلف نشان می‌دهد که به نوعی نشان‌دهنده محدودیت‌های پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های مختلف است که این محدودیت‌ها هم در کشورهای عضو OECD و هم در کشورهای غیر عضو نشان داده شده است.
- جدول شماره ۲، مربوط به محدودیت‌های پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های خارجی به تفکیک نوع دارایی است.
- جدول شماره ۳، به تشریح قوانین و مقررات راجع به محدودیت‌ها در تمرکز مالکیت و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در یک سهم خاص و یا دارایی‌های یک ناشر خاص می‌پردازد.

در گزارش پیش رو سعی گردیده است از بین حدود ۸۰ کشور عضو و غیر عضو OECD، اطلاعات هفت کشور توسعه‌یافته^{۱۰} که دارای بزرگ‌ترین بازارهای صندوق‌های بازنشستگی در جهان هستند و همچنین اطلاعات کشورهای همسایه ایران همانند ترکیه، اردن، پاکستان و ارمنستان بعنوان نمونه ذکر گردد.

^۲ -Organisation for Economic Co-operation and Development

^۳ -International Organization of Pension Supervisors

^۴ -Occupational Pension Plan

^۵ -Personal Pension Plan

^۶ -Mandatory Pension Plan

^۷ -Voluntary pension plan

^۸ -Defined benefit pension plan (DB)

^۹ -Defined contribution Pension plan (DC)

^{۱۰} - این هفت کشور عبارتند از: استرالیا، آمریکا، انگلیس، کانادا، ژاپن، هلند و سوئیس.

۴.۱ محدودیت‌های پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های مختلف

طبق این گزارش مهم‌ترین دارایی‌هایی که صندوق‌های بازنشستگی در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند عبارتند از: سهام، املاک و مستغلات، اوراق قرضه، وام‌ها، سپرده‌های بانکی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خرد و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی. در این بخش محدودیت‌های صندوق‌های بازنشستگی جهت سرمایه‌گذاری در این دارایی‌ها در کشورهای عضو OECD و غیر عضو ذکر شده است. در جدول شماره ۱ بعنوان نمونه محدودیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی هفت کشور توسعه یافته و کشورهای همسایه ایران بیان شده است:

جدول شماره ۱- محدودیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های مختلف

نام کشور	سهام	املاک و مستغلات	اوراق قرضه	صندوق‌های سرمایه‌گذاری خرد	صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی	وام‌ها	سپرده‌های بانکی
استرالیا	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	- بدون محدودیت - اعطای وام و تسهیلات مالی به اعضای صندوق و بستگانشان ممنوع است.	بدون محدودیت
آمریکا	وجود برخی محدودیت‌ها جهت سرمایه‌گذاری در سهام کارفرما	برخی محدودیت‌ها جهت سرمایه‌گذاری در اموال و مستغلاتی که به کارفرمایان اجاره داده شده است.	وجود برخی محدودیت‌ها جهت سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه کارفرما	بدون محدودیت	بدون محدودیت	عدم امکان سرمایه‌گذاری در وام‌های مرتبط با کارفرمای طرح بازنشستگی	بدون محدودیت
انگلیس	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	عدم امکان سرمایه‌گذاری در وام‌های مرتبط با کارفرمای طرح بازنشستگی	بدون محدودیت
ژاپن	بدون محدودیت	غیر مجاز	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	غیر مجاز	بدون محدودیت

بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	کانادا ^{۱۱}
بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	بدون محدودیت	هلند
محدودیت عمومی وجود ندارد اما در هر بانک فقط ۱۰٪ می‌تواند سپرده‌گذاری نماید.	حداکثر ۵۰٪ در وام‌های رهنی (حداکثر ۸۰٪ ارزش بازار مستغلات	اطلاعات در دسترس نیست	اطلاعات در دسترس نیست	بدون محدودیت	تا حداکثر ۳۰٪ پرتفوی	تا حداکثر ۵۰٪ پرتفوی	سوئیس
حداکثر ۲۵٪ پرتفوی در سپرده‌های بانکی (محدودیت ۶ درصدی برای سرمایه‌گذاری در سپرده‌های هر بانک)	حداکثر ۵۰٪ پرتفوی بصورت وام	حداکثر ۲۰٪ ارزش پرتفو (این یک محدودیت ترکیبی هم برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خرد و هم صندوق‌های خصوصی است). - مجاز به سرمایه‌گذاری حداکثر ۴٪ در هر صندوق. - صندوق باید نزد کمیته بازار سرمایه ثبت شده باشد.	حداکثر ۲۰٪ ارزش پرتفو (این یک محدودیت ترکیبی هم برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خرد و هم صندوق‌های خصوصی است). - مجاز به سرمایه‌گذاری حداکثر ۴٪ در هر صندوق. - صندوق باید نزد کمیته بازار سرمایه ثبت شده باشد.	بدون محدودیت	بصورت متعارف مجاز نیست.	بدون محدودیت	ترکیه ^{۱۲}

^{۱۱} - در ۲۷ اکتبر ۲۰۰۹، وزارت مالی کانادا اعلام نمود که دولت کانادا در حال برنامه‌ریزی برای اعمال یکسری تغییرات در قوانین سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی است. تغییرات پیشنهادی بشرح ذیل است: (۱) حذف محدودیت‌های کمی نسبت به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی و منابع. (۲) اصلاح محدودیت تمرکز مالکیت صندوق‌ها به حداکثر ۱۰٪ ارزش بازار دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی (بجای ارزش اسمی) در اوراق بهادار یک ناشر خاص (یک استثنا برای این قانون در مورد سرمایه‌گذاری‌های مشترک وجود دارد که طی آن کارفرما کنترل مستقیم اعمال نمی‌کند). و (۳) ممنوعیت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خود صندوق (بعنوان مثال، یک کارفرما اجازه ندارد که هر مقدار از سرمایه صندوق بازنشستگی‌اش را در سهام یا اوراق بدهی خودش سرمایه‌گذاری نماید). محدودیت‌های کمی راجع به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی و منابع از اول جولای ۲۰۱۰ الزامی شده است اما مابقی تغییرات در مرحله عملیاتی شدن است.

^{۱۲} - لازم بذکر است در ترکیه سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی از طریق صندوق‌های مشترک بازنشستگی (Pension Mutual Funds) صورت می‌پذیرد.

پاکستان ^{۱۳}	در صندوق فرعی سهام، حداقل ۹۰٪ پرتفوی باید در سهام شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار باشد.	غیر مجاز	صندوق‌های فرعی بازار پول و بدهی می‌توانند در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری نمایند اما نسبت به رتبه اوراق و ناشناس محدودیت‌هایی وجود دارد.	عدم وجود محدودیت مجزا برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری (صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری)	غیر مجاز	غیر مجاز	محدودیتی برای صندوق‌های فرعی بازار پول و بدهی وجود ندارد.
اردن • در این کشور طرح‌های بازنشستگی خصوصی اختیاری توسط شرکت‌های بیمه عمر ارائه می‌گردد	- سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی پذیرفته نشده داخلی (اوراق قرضه و سهام): حداکثر ۱۰٪ در سهام و برای شرکت‌های بیمه تکافل: حداکثر ۲۰٪ در سهام - سرمایه‌گذاری در شرکت تضامنی عام و شرکت تضامنی با مسئولیت محدود مجاز نمی‌باشد.	-	-	سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی پذیرفته نشده داخلی (اوراق قرضه و سهام): حداکثر ۱۰٪ و برای شرکت‌های بیمه تکافل: حداکثر ۲۰٪	-	بدون محدودیت	مجموع وجه نقد، حساب‌های جاری و سپرده‌های بانکی: حداقل ۲۵٪ کل ذخایر فنی خالص پس از کسر ذخایر ریاضی خالص.
ارمنستان «صندوق‌های بازنشستگی اجباری»	در صندوق‌های متعادل^{۱۴}، محتاطانه^{۱۵} و با درآمد ثابت^{۱۶} به ترتیب حداکثر ۵۰٪، ۲۵٪ و ۰٪ دارایی‌ها در اوراق بهادار پذیرفته شده در	- سرمایه‌گذاری مستقیم در املاک و مستغلات مجاز نیست.	- عدم وجود محدودیتی برای اوراق قرضه شرکتی - حداکثر ۶۰٪ دارایی‌ها در اوراق بهادار منتشر شده	حداکثر ۲۰٪ دارایی‌های صندوق بازنشستگی در صندوق‌های استاندارد دولتی باز پذیرفته شده	حداکثر ۲٪ دارایی‌ها در صندوق‌های دیگر	حداکثر ۱۰٪ دارایی‌های صندوق در وام‌ها	- حداکثر ۴۰٪ دارایی‌ها در سپرده‌های بانکی - حداکثر ۵٪ دارایی‌ها در یک بانک یا یکسری بانک‌های مرتبط

^{۱۳} - صندوق‌های بازنشستگی پاکستان تحت سیستم بازنشستگی داوطلبانه (The Voluntary Pension System :VPS) راه‌اندازی می‌شود. یک صندوق بازنشستگی بر اساس نوع سرمایه‌گذاری به سه صندوق فرعی تقسیم می‌گردد که عبارتست از صندوق بازنشستگی بازار سهام، بدهی و بازار پول.

^{۱۴} -Balanced Fund

^{۱۵} -Conservative Fund

^{۱۶} -Fixed Income Fund

	بورس ارمنستان و یا بازارهای متشکل خارجی. - این امکان وجود ندارد که صندوق ۱۰٪ یا بیشتر، حق رأی در یک شرکت ناشر اوراق داشته باشد.		یا تضمین شده توسط دولت و بانک مرکزی ارمنستان، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی خارجی - حداکثر ۱۰٪ دارایی‌ها در یک صندوق یا صندوق‌های تحت کنترل یک مدیر یا مدیران مشابه		با هم.
ارمنستان «صندوق های بازنشستگی اختیاری»	- حداکثر ۶۰٪ دارایی‌ها در اوراق بهادار پذیرفته شده در بازارهای متشکل ارمنی یا خارجی	- سرمایه‌گذاری مستقیم مجاز نیست.	- عدم وجود محدودیتی برای اوراق قرضه شرکتی - حداکثر ۶۰٪ دارایی‌ها در اوراق بهادار منتشر شده یا تضمین شده توسط دولت و بانک مرکزی ارمنستان، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی خارجی. - حداکثر ۳۰٪ دارایی‌های صندوق در اوراق قرضه منتشر شده یا تضمین شده توسط مراجع ذیصلاح ارمنی یا خارجی - حداکثر ۲۵٪ دارایی‌ها در اوراق	- حداکثر ۲۵٪ دارایی‌ها - حداکثر ۵٪ دارایی‌ها در اوراق قرضه - حداکثر ۶۰٪ از صندوق‌هایی غیر از صندوق‌های دولتی یا پذیرفته شده در ارمنستان یا صندوق‌های دولتی باز در صورتی که حداقل ۹۰٪ دارایی‌هایش شامل سپرده‌های بانکی، اوراق قرضه دولتی، اوراق دیگر دارایی‌های پذیرفته شده باشد. - حداکثر ۲۰٪	- حداکثر ۱۰٪ دارایی‌ها - حداکثر ۵۰٪ سپرده‌های بانکی - حداکثر ۵٪ دارایی‌ها در یک بانک یا یکسری بانک‌های مرتبط با هم

			دارایی‌ها در صندوق مشابه یا صندوق‌های دیگر تحت کنترل و مدیریت مدیر مشابه و یا در صندوق‌های دارای مدیران مرتبط	بهادار منتشره توسط دولت‌ها یا بانک‌های مرکزی خارجی دارای کیفیت بالای اعتباری - حداکثر ۱۰٪ دارایی‌ها در اوراق بهادار منتشره توسط دولت‌ها یا بانک‌های مرکزی خارجی دارای رتبه اعتباری پایین			
--	--	--	---	--	--	--	--

۴.۲ محدودیت‌های صندوق‌های بازنشستگی جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خارجی

در این بخش از گزارش OECD (جدول شماره ۲)، محدودیت‌های موجود در کشورهای مختلف عضو و غیر عضو، راجع به سرمایه‌گذاری خارجی صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های مختلف خارجی از جمله سهام، املاک و مستغلات، اوراق قرضه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خرد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، وام‌ها و سپرده‌های بانکی ذکر گردیده است.

جدول شماره ۲- محدودیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های خارجی

نام کشور	محدودیت سرمایه‌گذاری بین‌المللی در دارایی‌های خارجی	سهام	املاک و مستغلات	اوراق قرضه	صندوق‌های سرمایه‌گذاری خرد	صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی	وام‌ها	سپرده‌های بانکی
استرالیا	بدون محدودیت							
آمریکا	بدون محدودیت	برخی محدودیت‌ها جهت سرمایه‌گذاری در اوراق منتشر شده کارفرما	برخی محدودیت‌ها در سرمایه‌گذاری روی مستغلاتی که به کارفرما اجاره داده شده است.	برخی محدودیت‌ها جهت سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه کارفرما				

							بدون محدودیت	انگلیس
							بدون محدودیت	ژاپن
							بدون محدودیت	کانادا
							بدون محدودیت	هلند
					حداکثر ۱۰٪ در املاک و مستغلات خارجی		حداکثر ۳۰٪ پرتفوی می تواند به ارزش خارجی باشد.	سوئیس
							بدون محدودیت	ترکیه
							قوانین پاکستان در مورد سرمایه گذاری خارجی صندوق های بازنشتی سکوت اختیار کرده و اصلا در این باره مطلبی بیان نشده است.	پاکستان
عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	غیر مجاز	عدم وجود محدودیت خاص	- حداکثر ۴۰٪ دارایی ها در ارزش خارجی یا دارایی های با ارزش خارجی. - حداکثر ۳٪ برای سرمایه گذاری در ارزش خارجی غیر قابل تبدیل - عدم محدودیت خاص برای سرمایه گذاری خارجی حداکثر ۱۵٪ دارایی ها در یک ارزش خاص - اوراق بدهی خارجی باید حداقل دارای رتبه BBB(S&P) و Baa3(moody's) BBB(Fitch) باشند.	ارمنستان «صندوق های بازنشتی اجباری»

عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	عدم وجود محدودیت خاص	غیر مجاز	عدم وجود محدودیت خاص	- حداکثر ۵۰٪ دارایی‌ها در ارز خارجی یا دارایی‌های خریداری شده به ارز خارجی - ۱۵٪ برای سرمایه‌گذاری در هر نوع ارز خارجی - ۲۵٪ دارایی‌ها در اوراق بهادار منتشر شده یا تضمین شده توسط دولت یا بانک مرکزی خارجی دارای رتبه اعتباری - ۱۰٪ دارایی‌ها در اوراق بهادار منتشر شده توسط دولت یا بانک مرکزی خارجی بدون رتبه اعتباری - حداکثر ۲۰٪ دارایی‌ها برای سرمایه‌گذاری در یک ارز خاص - اوراق بدهی خارجی باید حداقل رتبه BBB(S&P) Baa3(moody's) و BBB(Fitch) باشد.	ارمنستان «صندوق های بازنشستگی اختیاری»
- سرمایه‌گذاری‌های خارجی با رتبه اعتباری پایین و یا بدون رتبه (اوراق قرضه، وام های بدون اولویت، سپرده ها در بانک‌های خارجی): ۱۰٪ دارایی‌ها و برای شرکت‌های بیمه اتکایی این سقف به ۳۰٪ دارایی‌ها قابل افزایش است. - هنگامی که ذخایر فنی خالص در هر ارز خارجی فراتر از ۵٪ کل ذخایر فنی خالص گردد، شرکت باید دارایی‌هایی را با همان ارز نگهداری نماید به اندازه‌ای که ۸۰٪ ذخایر فنی خالص را پوشش دهد. - سرمایه‌گذاری ذخایر فنی خالص محدود به انواع خاصی از سرمایه‌گذاری‌ها شامل سهام پذیرفته شده داخلی و سهام خارجی با رتبه خوب^{۱۸} می‌باشد که حداکثر ۲۰٪ ذخایر فنی خالص برای بیمه عمر می‌تواند به این سرمایه‌گذاری‌ها اختصاص یابد. این در حالی است که سرمایه‌گذاری در سهام خارجی با رتبه پایین‌تر از حد تعیین شده، مجاز نمی‌باشد.							اردن • در این کشور طرح‌های بازنشستگی خصوصی اختیاری توسط شرکت‌های بیمه عمر ارائه می‌گردد.	

^{۱۸} - سهام شرکت‌هایی با رتبه S&P (A), Moody's (A), Fitch Ibca (B).

۴.۳ محدودیت‌های مرتبط با تمرکز مالکیت در سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی

در این بخش از گزارش (جدول شماره ۳)، محدودیت‌های صندوق‌های بازنشستگی کشورهای مختلف جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های یک ناشر خاص (که ممکن است شامل سهام، اوراق قرضه، مستغلات و .. یک شرکت یا ناشر خاص باشد)، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خود کارفرما که ممکن است منجر به تضاد منافع گردد و محدودیت‌های تمرکز مالکیت در یک دارایی یا اوراق خاص بیان می‌گردد.

جدول شماره ۳- محدودیت‌ها در تمرکز مالکیت در سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی

نام کشور	محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های یک ناشر خاص	محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خود کارفرما (تضاد منافع)	محدودیت‌های تمرکز مالکیت
استرالیا	بدون محدودیت، اما لازم است تنوع سازی در تخصیص دارایی ها صورت پذیرد.	محدود به ۵٪	بدون محدودیت
آمریکا	رعایت الزامات عمومی برای تنوع‌سازی.	• نمی‌توان بیش از ۱۰ دارایی‌های صندوق را در اوراق بهادار یا دارایی‌های واقعی کارفرما سرمایه‌گذاری نمود (اما در مورد نگهداری اوراق بهادار یا دارایی‌های واقعی کارفرما در طرح‌های بازنشستگی با مشارکت معین (DC) استثنا وجود دارد). • محدودیت‌های خاصی برای انواع خاصی از سرمایه‌گذاری‌ها شامل مالکیت مؤسسات انتقال وجوه (شرکت‌های تضامنی و شرکت‌های سهامی) و ... اعمال می‌گردد.	بدون محدودیت
انگلیس	رعایت الزامات عمومی برای تنوع‌سازی و تناسب سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مرتبط با کارفرما به ۵٪ محدود شده است.	بدون محدودیت
ژاپن	در مورد صندوق‌های بازنشستگی کارمندی ^{۱۹} و طرح‌های بازنشستگی با مزایای معین ^{۲۰} محدودیتی وجود ندارد اما قوانین صندوق‌های بازنشستگی در ژاپن تصریح دارند که هر صندوق باید از تمرکز سرمایه‌گذاری روی یک دارایی خاص خودداری نماید.	سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با هدف دنبال کردن منافع کسی غیر از صندوق بازنشستگی ممنوع می‌باشد.	بدون محدودیت

¹⁹ -EPF-Employee Pension Fund

²⁰ -DB-Defined Benefits Plan

کانادا	حداکثر ۱۰٪ ارزش اسمی کل دارایی‌ها را می‌توان در سهام، اوراق قرضه و اسناد یک شرکت یا شخص (ناشر) خاص سرمایه‌گذاری نمود.	• تا حدکثر ۱۰٪ ارزش دارایی‌های صندوق مجاز به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کارفرما هستیم. • اوراق بهادار باید از طریق بورس اوراق بهادار خریداری گردند.	امکان مالکیت حداکثر ۳۰٪ سهام یک شرکت وجود دارد ^{۲۱} .
هلند	تنوع‌سازی در سرمایه‌گذاری لازم است اما قوانین محدودکننده‌ای در این زمینه وجود ندارد.	حداکثر ۵٪ امکان سرمایه‌گذاری در سهام کارفرمای صندوق بازنشستگی وجود دارد. در صورت افزایش دارایی‌ها، حداکثر سرمایه‌گذاری می‌تواند تا ۱۰ درصد باشد.	بدون محدودیت
سوئیس	حداکثر ۱۰٪ سرمایه‌گذاری در ابزارهای بدهی منتشر شده توسط یک ناشر. حداکثر ۵٪ سرمایه‌گذاری در سهام منتشره یک شرکت خاص.	حداکثر ۵٪ امکان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کارفرما وجود دارد.	بدون محدودیت
ترکیه	• حداکثر ۱۰٪ سرمایه‌گذاری در ابزارهای بازار پول و سرمایه منتشر شده توسط یک ناشر خاص. • حداکثر ۳۰٪ در ابزارهای بازار پول و سرمایه منتشر شده توسط یک گروه خاص. • حداکثر ۴٪ در یک صندوق سرمایه‌گذاری انفرادی • حداکثر ۶٪ در سپرده‌های یک بانک خاص. • حداکثر ۵٪ در یک صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر انفرادی.	• ممنوعیت خرید ابزارهای بازار پول و سرمایه شرکت بازنشستگی و مدیر پرتفوی. • میزان سرمایه‌گذاری در کل ابزارهای بازار پول و سرمایه منتشر شده توسط الف) شرکت‌هایی که سهامداران شرکت بازنشستگی و سهامداران مدیر پرتفوی بیش از ۱۰٪ سرمایه آن شرکت را داشته باشند. • شرکت‌هایی که رئیس و اعضای هیئت مدیره شرکت بازنشستگی و مدیر پرتفوی و با مدیران عمومی و معاونان آن‌ها بطور مجزا و یا جمعا بیشتر از ۲۰٪ سرمایه آن شرکت را داشته باشند و • شرکای مستقیم و غیر مستقیم شرکت بازنشستگی و مدیر پرتفوی نباید فراتر از ۳۰٪ دارایی‌های صندوق بازنشستگی باشد. • صندوق‌های بازنشستگی مجاز نیستند که در مدیریت شرکت‌هایی که سهام آنان را خریداری کرده است دخالت نموده و یا از طرف آن شرکت نماینده شوند.	صندوق بازنشستگی نمی‌تواند رأی یک شرکت را به تنهایی داشته باشد و صندوق‌هایی که توسط شرکت بازنشستگی یا تمام حق رأی یک شرکت می‌شوند نمی‌توانند بیش از ۲۰٪ سرمایه یا تمام حق رأی یک شرکت را دارا باشند.
	سرمایه‌گذاری بعنوان درصدی از دارایی‌های خالص		صندوق بازنشستگی نمی‌تواند کنترل

^{۲۱} - این محدودیت ۳۰٪، برای سرمایه‌گذاری‌های صندوق در شرکت‌هایی که برای دستیابی و نگهداری املاک و مستغلات، اموال طبیعی و دیگر سرمایه‌گذاری‌های مجاز بنا شده‌اند کاربرد ندارد.

منافع هیچ شرکتی را بدست آورد.		الف) صندوق‌های فرعی سهام: • ۵٪ دارایی‌های خالص برای صندوق‌های متعارف • ۱۰٪ دارایی‌های خالص برای صندوق‌های اسلامی ب) صندوق‌های فرعی بدهی: • در دارایی‌های شرکت با رتبه AA: تا ۷.۵٪ • در دارایی‌های شرکت با رتبه A⁺: ۵٪ • در دارایی‌های شرکت با رتبه A⁻: ۲.۵٪ ۱۰ درصد دارایی‌های خالص صندوق فرعی می‌تواند در یک بانک خاص (با رتبه A⁺ و یا بالاتر) سپرده‌گذاری شود. ج) صندوق‌های فرعی بازار پول: • ۲۰٪ دارایی خالص صندوق می‌تواند در یک بانک با رتبه A⁺ و یا بالاتر سرمایه‌گذاری شود. • ۵٪ دارایی خالص صندوق می‌تواند در یک شرکت خاص با رتبه A⁺ و یا بالاتر سرمایه‌گذاری گردد. همچنین برای صندوق‌های بازنشتی حداکثر ۲۰٪ در یک گروه خاص از صنعت امکان سرمایه‌گذاری وجود دارد. در مورد محدودیت سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در یک بخش از اقتصاد به تفکیک نوع صندوق محدودیت‌هایی وجود دارد: الف) صندوق فرعی سهام: حداکثر سرمایه‌گذاری در یک بخش خاص: • ۳۰٪ برای صندوق‌های متعارف • ۳۵٪ برای صندوق‌های اسلامی ب) صندوق فرعی بدهی: حداکثر سرمایه‌گذاری در یک بخش خاص ۲۰٪ می‌باشد. ج) صندوق فرعی بازار پول: عدم وجود محدودیت در سرمایه‌گذاری	پاکستان
- یک صندوق نمی‌تواند بیش از: الف) ۱۰٪ حق رأی سهام یک ناشر را بدست آورد. ب) ۱۰٪ اوراق بدهی یک ناشر خاص را بدست آورد. ج) ۲۵٪ واحدها یا سهام یک صندوق سرمایه‌گذاری را بدست آورد.	امکان سرمایه‌گذاری در موارد زیر وجود ندارد: ۱) اوراق بهادار منتشره توسط مدیر صندوق یا امین، همچنین توسط اشخاص مرتبط با آنها ۲) اوراق بهادار منتشره توسط حسابرس مدیر صندوق یا امین یا بانیان صندوق. ۳) اوراق بهادار منتشره توسط اشخاصی که خدمات مشاوره‌ای به مدیر صندوق، امین یا	- حداکثر ۱۰٪ دارایی‌ها را می‌توان در اوراق بهادار یک ناشر خاص سرمایه‌گذاری نمود - حداکثر ۱۵٪ دارایی‌ها را می‌توان در اوراق بهادار یکسری ناشران مرتبط با هم سرمایه‌گذاری نمود.	ارمنستان «صندوق‌های بازنشتی اجباری»

	بانیان (شرکای) صندوق ارائه می‌دهند. (۴) اوراق مشتقه به استثنای سرمایه‌گذاری برای اهداف پوشش ریسک (۵) دارایی‌هایی که انتقال مالکیت آن‌ها ممنوع و یا محدود باشد. (۶) املاک و مستغلات یا دیگر دارایی‌های فیزیکی		
ارمنستان «صندوق بازنشستگی اختیاری»	- حداکثر ۱۰٪ دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی که توسط مدیر یکسان مدیریت می‌شوند می‌تواند در اوراق بهادار یک ناشر خاص سرمایه‌گذاری شود. - حداکثر ۱۵٪ دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی که توسط مدیر یکسان مدیریت می‌شوند می‌تواند در اوراق بهادار یکسری ناشران مرتبط با هم سرمایه‌گذاری شود.	امکان سرمایه‌گذاری در موارد زیر وجود ندارد: (۱) اوراق بهادار منتشره توسط مدیر صندوق یا امین، همچنین توسط اشخاص مرتبط با آن‌ها (۲) اوراق بهادار منتشره توسط حسابرس مدیر صندوق یا امین یا بانیان صندوق. (۳) اوراق بهادار منتشره توسط اشخاصی که خدمات مشاوره‌ای به مدیر صندوق، امین یا بانیان (شرکای) صندوق ارائه می‌دهند. (۴) اوراق مشتقه به استثنای سرمایه‌گذاری برای اهداف پوشش ریسک (۵) دارایی‌هایی که انتقال مالکیت آن‌ها ممنوع و یا محدود باشد. (۶) املاک و مستغلات یا دیگر دارایی‌های فیزیکی	یک صندوق نمی‌تواند بیش از: (الف) ۱۰٪ سهام یک ناشر یا یکسری ناشران مرتبط با هم (ب) ۶۰٪ اوراق قرضه یک ناشر یا یکسری ناشران مرتبط با هم را بدست آورد.
اردن • در این کشور طرح‌های بازنشستگی خصوصی اختیاری توسط شرکت‌های بیمه عمر ارائه می‌گردد.	- حداکثر ۱۰٪ کل دارایی‌ها قابل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های یک شخص/شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری به استثنای بانک‌ها و نهادهای دولتی یا کشورهای با رتبه AAA - حداکثر ۲۰٪ کل دارایی‌ها می‌تواند بصورت حساب جاری، سپرده‌ها در بانک و گواهی‌های سپرده در هر بانکی نگهداری گردد. این سقف برای شرکت‌های بیمه تکافل حداکثر ۳۵٪ می‌باشد.	سرمایه‌گذاری‌های زیر ممنوع است: - سرمایه‌گذاری‌ها و یا تسهیلاتی که توسط سهام خود شرکت تضمین شده باشد. - انتشار خط اعتبار یا هر نوع تعهدی دیگر به نفع کارفرما یا اعضای هیئت مدیره - سرمایه‌گذاری در هر صندوق سرمایه‌گذاری که آن صندوق بیشتر از ۱۰٪ کل سرمایه‌گذاری‌هایش را در اوراقی سرمایه‌گذاری می‌نماید که توسط شرکت بیمه منتشر شده باشد. - سرمایه‌گذاری در شرکتی که حداقل یک نفر از کارفرمایان و اعضای هیئت مدیره صندوق بازنشستگی بطور مستقیم یا غیر مستقیم مالک ۱۰٪ و یا بیشتر، از سرمایه شرکت هستند.	صندوق بازنشستگی می‌تواند در بیش از ۲۰٪ سرمایه هر یک از شرکت‌های ذیل سرمایه‌گذاری نماید: - شرکت‌های مالی - شرکت‌های مدیریت پرتفو و مشاوره مالی - صندوق‌های سرمایه‌گذاری - شرکت‌های خدمات اطلاعاتی - شرکت‌های املاک و مستغلات - شرکت‌های ارائه‌دهنده خدمات به شرکت‌های زیرمجموعه

۵ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

همان‌طور که گذشت، در پایان سال ۲۰۱۲ بطور متوسط نحوه تخصیص جهانی دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در هفت کشور که دارای بزرگ‌ترین بازار برای این صندوق‌ها هستند^{۳۲} بدین صورت بوده است که ۴۷.۳٪ سهام، ۳۲.۹٪ اوراق قرضه، ۱.۲٪ وجه نقد و ۱۸.۶٪ شامل دیگر دارایی‌ها بوده است. روند تخصیص دارایی‌ها تا حدی نسبت به سال ۲۰۱۱ تغییر کرده است؛ بگونه‌ای که وزن سهام در پرتفوی سرمایه‌گذاری بیشتر شده در حالی که وزن اوراق قرضه، وجه نقد و دیگر سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یافته است. وزن سهام در پرتفوی صندوق‌های کشورهای استرالیا، آمریکا و انگلیس بیشتر از بقیه هفت کشور بزرگ یعنی ژاپن، سوئیس، هلند و کانادا است. در سوئیس، ژاپن و هلند استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بیشتر بر اوراق قرضه متمرکز است. در بازار آمریکا، انگلیس و استرالیا سرمایه‌گذاری در سهام بالای متوسط است این در حالی است که در هلند و ژاپن سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه بیشتر از متوسط است. سوئیس نیز کشوری است که بصورت متناسب و تقریباً برابر در سهام، اوراق قرضه و دیگر دارایی‌ها سرمایه‌گذاری کرده است.

در انگلیس و استرالیا، بخش خصوصی بزرگ‌ترین بخش دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی را نگه می‌دارد که به ترتیب برابر ۸۹٪ و ۸۴٪ کل دارایی‌ها در سال ۲۰۱۱ بوده است. کانادا و ژاپن نیز دو کشوری هستند که بخش دولتی بیشتر دارایی‌های صندوق‌ها را نگه می‌دارد که به ترتیب برابر با ۵۷٪ و ۷۳٪ کل دارایی‌ها می‌باشد.

وجود چارچوب مقرراتی برای استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی از اهمیت بسیار فراوانی برخوردار است و یکی از مهم‌ترین اهداف مقررات‌گذاری، در راستای اطمینان بخشی نسبت به ایجاد تنوع کافی در سبد دارایی‌ها از طریق حذف برخی دارایی‌های غیر نقد و پر ریسک از محدوده فرصت‌های سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها خواهد بود. صندوق‌های بازنشستگی در مقایسه با انواع دیگر واسطه‌های مالی، به لایه‌های عمیق‌تر اقتصادی _ اجتماعی متصل هستند و مسئله مقررات‌گذاری برای صندوق‌ها بخاطر نقش خاص آن‌ها در تعقیب اهداف کلیدی سیاست‌های اجتماعی اهمیت دوچندان پیدا می‌کند.

مقررات حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی در سطح کشورهای مختلف و صندوق‌های فعال در بخش‌های دولتی و خصوصی، تفاوت‌های قابل توجهی با یکدیگر دارند؛ به همین خاطر می‌توان گفت که چارچوب دقیق و روشن قانونی برای مجموعه این صنعت وجود ندارد که بتوان آن را تعمیم داد؛ اما همه نظام‌های قانونی و نظارتی به ویژه در بخش خصوصی در تلاش برای تدوین مقررات لازم هم‌جهت هستند. اختلاف‌های موجود از عوامل متعددی مانند سیر تحول تاریخی نظام بازنشستگی کشورهای مختلف، ساختار حقوقی خاص صندوق‌های بازنشستگی، وضعیت توسعه نهادی و مقرراتی بازارهای سرمایه و درجه توسعه اقتصادی کشورهای مختلف سرچشمه می‌گیرد. در این گزارش وضعیت پرتفوی سرمایه‌گذاری و قوانین و مقررات مربوط به آن در هفت کشور بزرگ فعال در حوزه صندوق‌های بازنشستگی و کشورهای همسایه ایران مورد بررسی قرار گرفتند. با وجود تفاوت‌ها در قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری کشورهای مختلف، آنچه مسلم است این است که کشورهای مختلف جهت مدیریت ریسک صندوق‌ها سعی نموده‌اند از طریق قوانین و مقررات محدود کننده، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها را مدیریت و کنترل نمایند. با بررسی و دنبال کردن دقیق روند قوانین و مقررات، می‌توان بر اساس توسعه‌یافتگی و دولتی یا خصوصی بودن صندوق‌ها در کشورهای مختلف برخی توصیه‌های سیاستی را برای کشور ارائه نمود.

^{۳۲} - هفت کشور عبارتند از: آمریکا، انگلیس، سوئیس، هلند، ژاپن، کانادا و استرالیا.

با بررسی قوانین و مقررات محدود کننده در کشورهای توسعه یافته (که بصورت نمونه هفت کشور بزرگ فعال در این زمینه ذکر گردیده است) و همچنین دیگر کشورهای کمتر توسعه یافته (که برای نمونه کشورهای همسایه جمهوری اسلامی ایران ذکر گردیده است) می‌توان به نتایج ذیل دست یافت:

- صندوق‌های بازنشستگی فعال در کشورهای توسعه یافته‌تر مانند آمریکا، کانادا، انگلیس، هلند، سوئیس، استرالیا و ژاپن دارای محدودیت‌های قانونی کمتری نسبت به کشورهای کمتر توسعه یافته مانند ترکیه، پاکستان، اردن و ارمنستان در ترکیب دارایی‌های موجود در پرتفوی سرمایه‌گذاری خود هستند.^{۲۳}
- در مورد سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در دارایی‌های خارجی نیز در کشورهای توسعه یافته محدودیت‌ها بسیار کمتر بوده، در حالی که در کشورهای کمتر توسعه یافته این محدودیت‌ها به مراتب بیشتر است. بعنوان نمونه در استرالیا، ژاپن، آمریکا و انگلیس اصلاً محدودیتی در این زمینه وجود ندارد.
- در مورد تمرکز مالکیت در یک دارایی خاص و یا تمرکز مالکیت در کل دارایی‌های یک ناشر خاص، به نظر می‌رسد کشورهای توسعه یافته مانند استرالیا، آمریکا، انگلیس، ژاپن و هلند دارای قوانین و مقررات محدود کننده کمتری نسبت به کشورهای کمتر توسعه یافته باشند.
- در مورد سرمایه‌گذاری‌هایی که موجب تضاد منافع خواهد شد، وضع قوانین و مقررات محدود کننده مورد توجه تقریباً همه کشورها بوده و هر کشور با توجه به شرایط خاص خود به وضع قوانین و مقررات در این زمینه پرداخته است. با توجه به تجربه سایر کشورهای جهان در وضع قوانین و مقررات محدود کننده جهت مدیریت ریسک استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی، پیشنهاد زیر ارائه می‌گردد:
- با بررسی قوانین و مقررات صندوق‌های بازنشستگی در زمینه مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری به این جمع‌بندی می‌رسیم که تمام کشورهای عضو و غیر عضو OECD با وضع قوانین و مقررات بدنبال مدیریت ریسک صندوق‌های بازنشستگی هستند؛ بنابراین لازم است در نهادهای قانون‌گذاری کشور تدابیر لازم جهت وضع قوانین و مقررات محدود کننده در زمینه مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی صورت پذیرد.
- لازم است جهت تنوع‌سازی بیشتر پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی کشور، این صندوق‌ها به سمت سرمایه‌گذاری خارجی نیز سوق یابند و در این زمینه نیز قوانین و مقررات لازم وضع گردد.
- لازم است جهت جلوگیری از تضاد منافع میان صندوق بازنشستگی و دیگر ذینفعان (مانند مدیران، بانیان و ...)، قوانین و مقررات لازم تدوین گردد تا سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های بازنشستگی کشور در دارایی‌های مختلف، موجب تضاد منافع نگردد.
- توجه به شرایط اقتصادی کشور در جهت تعیین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی مهم است. همان‌طور که ملاحظه گردید هر چه از بحران مالی اخیر دور می‌شویم روند تخصیص دارایی‌ها تا حدی تغییر کرده است بگونه‌ای که وزن سهام در پرتفوی سرمایه‌گذاری بیشتر شده در حالی که وزن اوراق قرضه، وجه نقد و دیگر سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یافته است؛ بنابراین در شرایط بحرانی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بیشتر روی دارایی‌های کم ریسک رفته و محدودیت‌ها در قوانین و مقررات بیشتر می‌شود، در حالی که در شرایط عادی میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پر ریسک مانند سهام بیشتر می‌گردد و محدودیت‌های قانونی نیز کمتر می‌شود.

^{۲۳} - لازم بذکر است در گزارش OECD حدود ۸۰ کشور مورد بررسی قرار گرفته است که این تفاوت در قوانین و مقررات مربوط به ترکیب پرتفوی بین کشورهای توسعه یافته و کمتر توسعه یافته مشهود می‌باشد.

- ۱- Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD. (2013), "**ANNUAL SURVEY OF INVESTMENT REGULATION OF PENSION FUNDS**"
- ۲- Towers Watson. (2013), "**Global Pension Assets Study**"
- ۳- Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD, "**OECD PENSIONS OUTLOOK 2012**"

