



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی

PENSION SCHEMES/ FUNDS

بررسی صندوق‌های بازنشستگی
خصوصی و انواع
طرح‌های بازنشستگی



منیره حمل دار- میثم حامدی



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: بررسی صندوق‌های بازنشستگی خصوصی و انواع طرح‌های بازنشستگی

نویسنده: منیره حمل‌دار - میثم حامدی

کد گزارش: ۲۰۲۱-۰۹-۱۴۰۰

تاریخ گزارش: مهر ۱۴۰۰

رنگ زرد به معنی درج این گزارش در قسمت مطالعات مالی متعارف در سایت مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی می‌باشد

این اثر در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی تهیه شده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. هرگونه استفاده از این متن صرفاً با ذکر منبع بلامانع است.

بررسی صندوق‌های بازنشتی خصوصی و انواع طرح‌های بازنشتی

منیره حملدار - میثم حامدی

چکیده

پوشش هزینه‌های بازنشتی از مهم‌ترین دغدغه‌های دولت‌هاست؛ به همین دلیل، همواره دولت‌ها با ارائه بیمه‌های اجتماعی حداقل‌هایی را برای افراد در این دوره تهیه می‌نمایند اما این بیمه‌ها به سختی تمام هزینه‌های زندگی افراد در دوره بازنشتی را پوشش می‌دهند؛ از این رو کاملاً عقلایی است که افراد از طریق بیمه‌های تکمیلی مازاد بر بیمه‌های اجتماعی هزینه‌های زندگی در دوره بازنشتی خود را پوشش دهند. در بسیاری از کشورها، طرح‌های تکمیلی بازنشتی در سه دسته کلی ارائه می‌شوند: ۱- طرح‌های دارای منافع معین، ۲- طرح‌های مبتنی بر مشارکت معین و ۳- طرح‌های هیبریدی. طرح‌های دارای منافع معین و مشارکت معین دو حالت حدی هستند که در اولی تمامی ریسک‌ها به کارفرما و در دومی تمامی ریسک‌ها به نیروی کار منتقل می‌شود؛ در واقع در این نوع قرارداد، منافع کارفرما و نیروی کار در کنار هم دیده نشده است. سومین نوع قرارداد که مورد استقبال بسیاری از جوامع نیز قرار گرفته است طرح‌های هیبریدی نام دارد؛ در این نوع قرارداد سعی شده است تلفیقی از ویژگی‌های هر دو قرارداد منافع معین و مشارکت معین ایجاد شود.

منابع حاصل از طرح‌ها فوق‌الذکر جمع‌آوری می‌شوند و در بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌شوند؛ این فرایند جمع‌آوری منابع و سرمایه‌گذاری بلندمدت در دنیا تحت عنوان صندوق‌های بازنشتی صورت می‌گیرد. در حال حاضر صندوق بازنشتی با این مکانیزم در کشور وجود ندارد و همین مسئله، از چالش‌های پیش روی سیستم بازنشتی در ایران محسوب می‌شود. خوشبختانه با امکانات موجود در قانون بازار سرمایه، بستر لازم جهت رشد صندوق‌های بازنشتی با مکانیزم فوق فراهم گردیده است.

در صورت بهره‌گیری از صندوق‌های بازنشتی، علاوه بر منافع که این صندوق‌ها می‌توانند برای افراد در دوره بازنشتی داشته باشند، منابع بلند مدتی را برای بازار سرمایه فراهم می‌آورد که منجر به توسعه بازار سرمایه نیز می‌گردد. این گزارش به مفاهیم مربوط به طرح‌های بازنشتی در سایر کشورها پرداخته و در نهایت پیشنهادهایی برای اجرای صندوق بازنشتی در کشور ارائه نموده است.

کلمات کلیدی: بیمه‌های تکمیلی، طرح‌های بازنشتی، منافع معین، مشارکت معین، طرح‌های هیبریدی، صندوق‌های بازنشتی، بازار سرمایه

مقدمه

هدف از ایجاد طرح‌های بازنشستگی ارائه راه حلی برای پوشش هزینه‌های دوره بازنشستگی فرد است؛ مطابق مکانیسم‌های تعریف شده برای طرح‌های بازنشستگی، فرد در دوره فعالیت کاری خود اقدام به پرداخت در بازه‌های زمانی مشخص کرده و این مبالغ با سرمایه‌گذاری در یک بازه زمانی بلند مدت و افزایش ارزش، جریان درآمدی بلند مدتی را در دوره بازنشستگی برای فرد ایجاد می‌کند. البته ایجاد جریان درآمدی یکباره و یا در بازه‌های زمانی مشخص بسته به نوع طرح و انتخاب فرد دارد که در ادامه به تفصیل شرح داده می‌شود.

طرح‌های بازنشستگی به دو عمومی دسته تقسیم می‌شوند؛ این دو دسته عبارتند از: ۱- طرح‌های بازنشستگی خصوصی؛ ۲- طرح‌های بازنشستگی دولتی. در اغلب طرح‌های بازنشستگی دولتی، پرداخت‌های ماهانه در دوره بازنشستگی صورت می‌گیرد تا فرد در این دوره بدون وجود شغل به لحاظ اقتصادی تأمین باشد. معمولاً تمامی افراد شاغل، در دوره بازنشستگی از طرح‌های دولتی بسته به پرداختی‌های خود در دوره اشتغال بهره می‌گیرند؛ علاوه بر این طرح‌ها، افراد می‌توانند از طرح‌های بازنشستگی خصوصی نیز بهره‌مند گردند. بسیاری از دولت‌ها از این اقدام استقبال کرده و معافیت‌هایی را برای این اقدام افراد وضع می‌نمایند. این اقدام دولت‌ها از این رو است که همواره دوره بازنشستگی افراد هزینه‌های دولت را افزایش می‌دهد و تلاش برای توانمندسازی افراد در این دوره از اهداف تمامی دولت‌ها محسوب می‌شود.

فرد به منظور تأمین هزینه‌های دوره بازنشستگی می‌تواند یک یا چند مورد از موارد ذیل را انتخاب کند؛ این موارد عبارتند از: بیمه‌های زندگی، طرح‌های بازنشستگی، بیمه‌های بیماری‌های صعب‌العلاج و از کارافتادگی، مستمری و حساب‌های بازنشستگی فردی. طرح‌های بازنشستگی یکی از مهم‌ترین منابع سرمایه‌گذاران نهادی در اغلب کشورها محسوب می‌شوند به طوری که با فاصله زیادی از سایر سرمایه‌گذاران نهادی، بیشترین دارایی را در اختیار دارند.

اساساً طرح‌های بازنشستگی، به دلیل ماهیت سرمایه‌گذاری بلند مدت، تأمین کننده منابع بلند مدت در بازار سرمایه محسوب می‌شوند. انتشار انواع اوراق با سررسید بلند مدت مانند انتشار اوراق ۱۰ ساله، ۲۰ ساله یا ۳۰ ساله در کنار وجود صندوق‌ها یا طرح‌هایی است که امکان مواجهه بلند مدت با سرمایه‌گذاران را دارند. در این گزارش ابتدا به طرح‌های مختلفی که در سایر کشورها در صندوق‌های بازنشستگی اجرا شده‌اند پرداخته، سپس قوانین و مقررات این صندوق‌ها مورد بررسی قرار گرفته و در نهایت تلاش شده است تا مدل عملیاتی برای صندوق‌های بازنشستگی در بازار سرمایه کشور ارائه شود.

نحوه عضویت در طرح‌های بازنشستگی

منظور از صندوق‌های بازنشستگی، هر طرح، برنامه و یا صندوقی است که درآمدی را در دوره بازنشستگی برای بازنشستگان فراهم می‌آورد. به منظور پس‌انداز برای دوران بازنشستگی فرد می‌تواند از طریق کارفرما اقدام کند و در صورت عدم دسترسی به این طرح به هر دلیلی می‌تواند به صورت فردی اقدام نماید. در ادامه، طرح‌های مختلفی که در کشورهای متعدد اجرایی شده است و در بررسی‌های نویسندگان احصا گردیده است، به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفته‌اند. برخی از این طرح‌ها قابلیت استفاده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازنشستگی را داشته و برخی دیگر در سبدهای مشاع یا طرح‌های بیمه‌ای استفاده شده‌اند.

۱- طرح‌های بازنشستگی فردی^۱؛ در صورتی که به هر دلیلی فرد به طرح‌های بازنشستگی با مسئولیت کارفرما دسترسی نداشت، می‌تواند از این طرح استفاده نماید. در این طرح، فرد می‌تواند بدون حضور کارفرما، از مزایای معافیت مالیاتی بهره برده و برای دوران بازنشستگی خود سرمایه‌گذاری کند. در صورت برداشت فرد از این حساب پیش از موعد بازنشستگی، مالیات از این حساب کسر خواهد شد. در ادامه طرح‌های بازنشستگی با مسئولیت کارفرما مورد بررسی قرار می‌گیرد. امکان شرکت در دو طرح بازنشستگی فردی و بازنشستگی با مسئولیت کارفرما به طور هم‌زمان برای فرد وجود دارد.

۲- طرح‌های بازنشستگی با مسئولیت کارفرما؛ مدیریت طرح (کارفرما)، با استفاده از مشاوران مستقل و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلف طرح‌های بازنشستگی مورد نظر خود را طراحی می‌کند؛ کارفرما در این طراحی، نوع و میزان سرمایه‌گذاری در هر یک از صندوق‌های سرمایه‌گذاری را تعیین می‌کند؛ این طرح‌ها در اختیار کارمندان قرار می‌گیرد؛ کارمندان بر اساس ترجیحات خود اقدام به انتخاب طرح مورد نظر از میان طرح‌های موجود می‌نمایند. سپس مطابق این طرح که مانند قراردادی میان فرد و کارفرما محسوب می‌شود، مبلغی از حقوق دریافتی کارکنان کسر می‌گردد. این مبالغ جمع‌آوری شده مطابق ترجیحات کارکنان که در قرارداد انتخاب شده است، در صندوق‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌شود. در واقع کارفرما به نمایندگی از کارکنان وجوه مربوط به پس‌انداز بازنشستگی را جمع و سرمایه‌گذاری می‌کند و به ازای میزان مبالغی که هر یک از کارکنان پرداخت می‌نمایند، گواهی سرمایه‌گذاری صادر می‌کند. بدیهی است که مقصد این وجوه، صندوق با سرمایه متغیر خواهد بود؛ زیرا با پرداخت ماهانه توسط کارکنان و شناسایی سود ماهانه توسط صندوق واحدهای جدید برای اعضا صادر خواهد شد.

بنا بر آن چه گفته شد، می‌توان طرح‌های بازنشستگی را بر اساس نوع تقاضا به دو دسته کلی بازنشستگی فردی و بازنشستگی با مسئولیت کارفرما تقسیم نمود؛ در طرح‌های بازنشستگی فردی تقاضا از جانب فرد است در حالی که در طرح‌های بازنشستگی با مسئولیت کارفرما، کارفرما به نمایندگی از کارکنان متقاضی طرح بازنشستگی است و متناسب پرداختی هر فرد در این طرح برای وی، واحدهای سرمایه‌گذاری ثبت و نگهداری می‌نماید.

طرح‌های بازنشستگی با مسئولیت کارفرما

در اغلب کشورها، یک طرح بازنشستگی پایه وجود دارد که افراد جامعه از این طرح به عنوان یک بیمه پایه^۲ بهره می‌برند؛ غالباً این طرح اجباری است و سایر طرح‌های تکمیلی یا ثانویه^۳ اختیاری محسوب می‌شوند. بیمه‌های اجباری بازنشستگی که حداقل‌هایی را برای افراد جامعه فراهم می‌آورند، دولتی بوده و فرد می‌تواند طرح‌های تکمیلی را مازاد بر این حداقل‌ها، با توجه به ترجیحات خود تهیه نماید. ملاک طبقه‌بندی طرح‌های بازنشستگی ریسکی است که کارفرما و کارکنان متحمل می‌شوند. بر این اساس، طرح‌های بازنشستگی در سه گروه طبقه‌بندی می‌شوند:

۱- طرح‌های منافع معین (DB)^۴؛ طرح‌هایی هستند که تمامی ریسک‌های طرح بر عهده کارفرما است.

۲- طرح‌های مشارکت معین (DC)^۵؛ طرح‌هایی هستند که تمامی ریسک‌های طرح بر عهده نیروی کار است.

^۱ این طرح بازنشستگی با عنوان Individual Retirement Account صرفاً در آمریکا وجود دارد.

^۲ The Basic State Pension

^۳ The State Second Pension

^۴ Defined Benefit

^۵ Defined Contribution

۳- طرح‌های مختلط^۱: طرح‌هایی هستند که ریسک موجود در آن میان کارفرما و نیروی کار تسهیم می‌گردد؛ چگونگی تسهیم به نوع طرح بستگی دارد که در ادامه با جزئیات بیشتری به آن اشاره شده است.

۱- طرح منافع مشخص/ مبتنی بر حقوق (DB):

در قانون بسیاری از کشورها نظیر آمریکا، کارفرما و نیروی کار در صورت شرکت در طرح‌های بازنشستگی^۲ تحت شرایط خاص، از مالیات معاف خواهند بود و نیروی کار تنها در صورت بهره‌مندی از عایدی این سرمایه‌گذاری، مالیات پرداخت خواهد کرد. برای استفاده از معافیت، مبالغ کنارگذاشته‌شده برای بازنشستگی باید در یک حساب مخصوص به صورت جداگانه نگهداری شود؛ در غیر این صورت کارفرما و نیروی کار نمی‌توانند از مزایای ناشی از معافیت بهره‌مند گردند.

در این طرح، میزان دریافتی مبتنی بر میانگین حقوق دریافتی و سابقه کاری است که سالانه مقداری افزایش می‌یابد و مقدار آن، در یک جدول مشخص می‌شود. این جدول به صورتی طراحی شده که منافع بیشتری را برای سال‌های انتهایی اختصاص داده است به‌طوری که در صورت تغییر شغل و به تبع آن تغییر کارفرما، فرد از منافع سال‌های آخر طرح محروم خواهد شد. با توجه به این که دریافتی بازنشستگی در این قرارداد تضمین شده است، ریسک کارفرما از طریق برخی بیمه‌نامه‌ها در صورت عدم توانگری، پوشش داده می‌شود. بدیهی است میزان ضمانت شده در صورت وقوع عدم توانگری، ممکن است مبلغ قید شده در قرارداد را پوشش ندهد.

برای تأمین مالی این مبلغ مشخص، کارفرما ملزم است به صورت منظم پرداخت‌هایی را به حساب طرح (مبتنی بر حقوق) داشته باشد. کارفرمایان و یا مشاوران آن‌ها نحوه سرمایه‌گذاری دارایی‌ها را تعیین می‌کنند و کارمندان نقشی در تعیین نحوه سرمایه‌گذاری در طرح ندارند. دو ایراد عمده در این طرح وجود دارد:

✓ با توجه به این که در این طرح میزان پرداخت در بازنشستگی مشخص و کارفرما ملزم به پرداخت این مبلغ ثابت است، تمام ریسک تغییرات بازدهی به کارفرما منتقل می‌شود. بدیهی است کاهش یا افزایش بازدهی نسبت به بازدهی مورد انتظار تغییری در میزان دریافتی در دوره بازنشستگی فرد ایجاد نمی‌کند و ریسک تغییرات بازدهی را کارفرما متحمل می‌شود. در صورت کاهش بازدهی از میزان بازدهی مورد انتظار و عدم کفایت سرمایه، کارفرما ملزم به جبران سرمایه است. در صورتی که میزان بازدهی سرمایه‌گذاری از میزان مورد انتظار بیشتر باشد، پرداختی کارفرما به میزان افزایش بازدهی کاهش می‌یابد. بازنشستگی کارکنان مستقیماً با توانایی کارفرما در پرداخت منظم به حساب طرح در ارتباط است. در صورت وقوع ورشکستگی و عدم تأمین مالی طرح به صورت کامل، بازنشستگان درآمد مورد انتظار خود را دریافت نخواهند کرد.

✓ امکان جابجایی این طرح برای کارکنان در صورت تغییر شغل وجود ندارد؛ آن‌ها باید تا ۶۵ سالگی صبر کنند تا منافع حاصل از این طرح را دریافت کنند. در واقع در صورت تغییر شغل و ورود به طرح کارفرمای جدید، فرد از منافع بازنشستگی طرح اول مربوط به کارفرمای پیشین بهره‌مند نخواهد شد مگر آن که بازنشسته شود. با آغاز دوره بازنشستگی، این فرد حقوق بازنشستگی خود را از دو طرح دریافت خواهد نمود.

در صورت تغییر شغل و شرکت در طرح جدید که توسط کارفرمای جدید پیشنهاد شده است، این امکان وجود دارد که ماندن در یک طرح به جای دو طرح منافع بیشتری را برای کارکنان داشته باشد. دلیل این امر آن است که منافع این طرح بر اساس

¹ Hybrid Arrangements

² Employer-Sponsored Retirement Plan

سال خدمت و میانگین حقوق بستگی دارد و این منافع برای سال‌های ابتدایی کمتر است. همین مسئله منجر می‌شود هزینه تغییر شغل برای فرد بسیار زیاد باشد.

ذکر یک مثال برای درک این مسئله مفید خواهد بود. منافع بازنشستگی در این طرح از طریق رابطه و جدول زیر محاسبه می‌شود:

منافع بازنشستگی = ضریب سالانه * حقوق سالیانه

جدول ۱: ضریب سالانه به تفکیک تعداد سال‌های خدمت

ردیف	تعداد سال‌های خدمت	ضریب سالانه
۱	۱	۱٪
۲	۵	۵٪
۳	۱۰	۱۰٪
۴	۲۰	۲۰٪
۵	۳۰	۴۰٪

ضریب سالانه بر اساس مصوبات و قوانین از پیش تعیین شده است.

با فرض این که ضریب سالانه مطابق جدول یک تعیین شود، منافع بازنشستگی نیروی کاری که در دوره سی سال خدمت خود در یک مجموعه فعالیت دارد به صورت زیر محاسبه می‌شود:

منافع بازنشستگی سالانه = ۴۰٪ * مجموع حقوق سال پایانی

منافع بازنشستگی فردی که یک دوره ده ساله در یک طرح و یک دوره بیست ساله در طرحی دیگر مربوط به کارفرمای دوم مشغول به فعالیت بوده است، به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

منافع بازنشستگی حاصل از طرح اول = ۱۰٪ * مجموع حقوق سال پایانی

منافع بازنشستگی حاصل از طرح دوم = ۲۰٪ * مجموع حقوق سال پایانی

مجموع منافع بازنشستگی حاصل از طرح اول و دوم = ۳۰٪ * مجموع حقوق سال پایانی

منافع بازنشستگی فردی که در سه بازه زمانی ده ساله مشغول به فعالیت بوده است، به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

منافع بازنشستگی حاصل از طرح اول = ۵٪ * مجموع حقوق سال پایانی

منافع بازنشستگی حاصل از طرح دوم = ۵٪ * مجموع حقوق سال پایانی

منافع بازنشستگی حاصل از طرح سوم = ۵٪ * مجموع حقوق سال پایانی

مجموع منافع بازنشستگی حاصل از سه طرح = ۱۵٪ * مجموع حقوق سال پایانی

همان‌طور که از محاسبات فوق برمی‌آید، هر چه جابجایی فرد میان شغل‌های مختلف بیشتر باشد منافع بازنشستگی فرد کمتر خواهد شد.

۲- قرارداد مشارکت معین/ مبتنی بر پرداخت (DC):

کارفرما در این طرح هیچ تعهدی ندارد و کارکنان تصمیم می‌گیرند در این طرح با پرداخت منظم از طریق کسر از حقوق مشارکت داشته باشند یا خیر. کارفرما می‌تواند تمام یا بخشی از تعهدات کارکنان را در طرح بر عهده بگیرد و اجباری در پرداخت نیست. در این طرح، میزان دریافتی در زمان بازنشستگی بستگی به میزان پرداختی فرد در دوره اشتغال و بازدهی سرمایه‌گذاری در دوره پرداخت دارد. طرح‌های ۴۰۱(k) و ۴۰۳(b) در ایالات متحده، مثال‌هایی از طرح مشارکت معین محسوب می‌شوند. تفاوت این دو طرح آن است که ۴۰۱ برای سازمان‌های غیر انتفاعی و دولتی مورد استفاده قرار می‌گیرد این در حالی است که طرح‌های ۴۰۳ برای بنگاه‌های اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد و هر دو طرح تا زمان برداشت از حساب معاف از مالیات هستند.

این طرح دارای دو ویژگی است:

۱- کارکنان تمام ریسک ناشی از بازدهی پایین سرمایه‌گذاری را متحمل می‌شود و در صورت وقوع بازدهی بیشتر، بازدهی مازاد متعلق به فرد خواهد بود؛ ارزش آتی مستمری بازنشستگی بر اساس رابطه ۱ محاسبه می‌شود. ارزش آتی به دست آمده از رابطه ۱ به صورت پرداخت یکجا، مستمری و یا ترکیبی از این دو بسته به طرحی که فرد در آن شرکت نموده، انتقال داده می‌شود.

$$FV = \sum PMT_i * (1 + r)^{n-i+1} \quad \text{رابطه (۱)}$$

PMT_i = درصدی از حقوق دریافتی در سال i ام

در رابطه فوق، FV ارزش آتی، r نرخ تنزیل، n تعداد دوره‌هایی که پرداخت انجام شده و PMT میزان پرداختی در هر دوره است.

۲- با توجه به این که این طرح مبتنی بر کارکنان است، قابلیت انتقال دارد؛ در این طرح فرد می‌تواند در هر زمان طرح خود را به کارفرمای جدید و یا حساب بازنشستگی فردی انتقال دهد. همچنین فرد می‌تواند در هر زمان که مایل بود این طرح را بازخرید کرده اما در صورت بازخرید، جریمه و مالیات کسر می‌گردد. این ویژگی از مزیت‌های این طرح به شمار رفته و منجر به استقبال از این نوع طرح گردیده است؛ این در حالی است که تقاضا برای طرح مبتنی بر حقوق با کاهش چشمگیری مواجه شده است.

با وجود این که قابلیت انتقال در این طرح خود یک مزیت است ولی این مزیت به تنهایی کافی نیست؛ زیرا تمام ریسک‌های پیش رو در این طرح را کارکنان متحمل می‌گردند. از این رو در اواخر ۲۰۱۱، سومین طرح به صورت ترکیبی از دو طرح فوق طراحی گردید که طرح‌های هیبریدی نامیده شدند.

۳- طرح‌های هیبریدی یا مختلط:

این نوع قرارداد تلفیقی از طرح منافع مشخص و طرح مبتنی بر پرداخت است؛ به این صورت که در طرح منافع مشخص تمام ریسک به کارفرما و در طرح مبتنی بر قرارداد تمام ریسک به کارگزار منتقل می‌شود این در حالی است که در قراردادهای هیبریدی یا مختلط ریسک بین کارفرما و کارگزار تسهیم می‌گردد. در ادامه به برخی از طرح‌های هیبریدی یا مختلط اشاره شده است.

✓ قرارداد مبتنی بر مانده حساب^۱:

شباهت این قرارداد با طرح مشارکت معین این است که میزان دریافتی فرد مبتنی بر پرداختی‌های وی در دوره اشتغال است. همچنین، شباهت این قرارداد با طرح منافع مشخص این است که حداقل بازدهی سرمایه‌گذاری در این طرح تضمین شده است و عایدی بازنشستگی از طریق یک فرمول مشخص محاسبه می‌گردد. لازم به ذکر است که این حداقل بازدهی سرمایه‌گذاری سالانه مشمول یک افزایش حداقلی می‌گردد. در کشورهای مختلف بازدهی‌های متفاوتی مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ به عنوان مثال در برخی کشورها از نرخ بازدهی بلندمدت و در برخی دیگر نرخ بازدهی کوتاه مدت یا سه ماهه مورد استفاده قرار می‌گیرد. در مواردی که برای محاسبه میزان دریافتی از نرخ بازدهی بلندمدت استفاده شود، قابلیت پیش‌بینی نیروی کار در این طرح افزایش می‌یابد. بدیهی است هر چه نرخ‌های بهره مورد استفاده مربوط به بازه‌های زمانی کوتاه‌تر باشد، قابلیت پیش‌بینی افراد نیز کاهش خواهد یافت.

در این طرح نیز یک حساب غیر واقعی و انتزاعی وجود دارد که در آن دریافتی فرد در دوره بازنشستگی محاسبه می‌شود ولی وجوه پرداختی کارفرما به این حساب واریز نمی‌شود؛ این حساب تنها برای محاسبه میزان دریافتی فرد در بازنشستگی مورد استفاده قرار می‌گیرد. وجوهی که کارفرما برای بازنشستگی کارکنان واریز می‌کند، در یک حساب تجمع می‌گردد.

در صورتی که بازدهی سرمایه‌گذاری بیش از میزان تضمین شده باشد، با توجه به این که ریسک نوسان بازدهی سرمایه‌گذاری با کارفرماست، بازدهی مازاد نیز به کارفرما تعلق می‌گیرد؛ در صورت کاهش بازدهی نسبت به بازدهی مورد انتظار، جبران تفاوت بازدهی مورد انتظار و بازدهی واقعی به عهده کارفرما خواهد بود. در این قرارداد امکان انتخاب پرداخت یکجا و یا مستمری وجود دارد اما درصد بالایی از افراد تمایل دارند که وجوه انباشته‌شده را به صورت یکجا دریافت نمایند.

✓ طرح خود بیمه‌گری مبتنی بر پرداخت^۲:

در این طرح، کارفرما پیش از بازنشستگی ریسکی متحمل نمی‌شود و ساز و کار این طرح پیش از بازنشستگی دقیقاً منطبق بر قرارداد مشارکت معین است. تفاوتی که این طرح با قرارداد مشارکت معین دارد از لحظه شروع بازنشستگی آغاز می‌گردد. در قرارداد خود بیمه‌گری کارفرما موظف است در لحظه بازنشستگی، وجوه انباشته شده در حساب فرد را با نرخ ذکر شده در قرارداد به مستمری تبدیل کند. البته فرد، در بازار هم می‌تواند وجوه انباشته شده خود را به مستمری تبدیل کند ولی مزیتی که این قرارداد دارد، نرخی است که در قرارداد آمده است. اگر چه نرخ تبدیل وجوه انباشته شده به مستمری و کارمزد آن، قابلیت پیش‌بینی دریافتی بازنشستگی را افزایش می‌دهد اما ریسک نوسان بازدهی همچنان پابرجاست.

یکی از مهم‌ترین ریسک‌هایی که کارفرما پس از بازنشستگی متحمل می‌گردد، ریسک طول عمر است. مستمری بازنشستگی افراد از محل منابع طرح پرداخت می‌گردد.

¹ Cash Balance Arrangements

² Self-Annuitizing DC Schemes

✓ طرح مبتنی بر متوسط حقوق شغلی^۱:

این طرح دارای ماهیتی مشابه طرح‌های دارای منافع مشخص است که تغییراتی در طراحی آن ایجاد شده است. درآمدی که برای محاسبه این طرح مورد نظر قرار می‌گیرد، درآمدهای منتهی به سال‌های بازنشستگی نیست بلکه میانگین حقوق دریافتی در تمام سال‌های اشتغال مورد توجه قرار می‌گیرد. البته برای محاسبه این میانگین، ارزش حال حقوق‌های دریافتی با استفاده از شاخص قیمت مصرف‌کننده مورد بازبینی قرار می‌گیرد.

از دیدگاه کارفرما این طرح با طرح دارای منافع مشخص متفاوت است و این تفاوت برخاسته از نرخ مورد استفاده برای محاسبه ارزش حال میانگین درآمد دوره خدمت است. اگر نرخ محاسبه ارزش حال کمتر از نرخ رشد سالانه حقوق باشد، این طرح برای کارفرما نسبت به طرح دارای منافع مشخص ارزان‌تر خواهد بود و بالعکس. اگر این شاخص به صورت احتیاطی/اختیاری^۲ محاسبه گردد به جای آن که یک نرخ مشخص باشد، این طرح نسبت به طرح دارای منافع مشخص برای کارفرما ریسک کمتری خواهد داشت؛ زیرا در سال‌هایی که بازده سرمایه‌گذاری پایین است می‌تواند نرخ پایین‌تری را برای محاسبه ارزش حال به کار برد. قابلیت پیش‌بینی مبلغ نهایی دریافتی توسط کارگزار در این طرح نسبت به طرح دارای منافع مشخص کمتر است. در صورت استفاده از نرخ احتیاطی، قابلیت پیش‌بینی کاهش بیشتری خواهد داشت. افرادی که رشد حقوق سالانه آن‌ها بیش از متوسط است، در این طرح نسبت به طرح دارای منافع مشخص عایدی کمتری خواهند داشت.

✓ طرح عایدی یکجا مبتنی بر حقوق نهایی^۳:

عایدی در این طرح به صورت یکجا است؛ به عنوان مثال، تعهدات طرح ۲۰٪ کل حقوق دریافتی در هر سال را تضمین می‌کند. اگر فرد با ۴۰ سال سابقه کاری بازنشست شود، ۸۰٪ حقوق سال نهایی به این فرد تعلق می‌گیرد. عایدی این طرح برای اعضا قابل پیش‌بینی است اما به دلیل غیر قابل پیش‌بینی بودن هزینه بازار، پیش‌بینی عایدی خالص دشوار است. نرخ‌های پرداخت در این طرح نسبت به طرح DB از ثبات بیشتری برخوردار است زیرا ریسک طول عمر از این طرح حذف شده است. با این وجود، با تغییر بازدهی سرمایه‌گذاری، نرخ پرداخت در این طرح نیز تغییر خواهد کرد.

✓ طرح کف-جبرانی^۴:

این نامگذاری در آمریکا رایج است و در انگلیس با نام Underpin شناخته شده است. این طرح در مناطقی نظیر کانادا، انگلیس و استرالیا از محبوبیت بالایی برخوردار است. در واقع، این طرح مشارکت معینی است که در آن منافع معینی هم تعبیه شده است. یکی از موارد اولیه این طرح، مربوط به دانشگاه مک‌گیل است که برای کارکنان طراحی گردید. در این طرح فرد و کارفرما پرداختی خود را به حساب مشارکت معین فرد واریز می‌نمایند. علاوه بر این حساب، یک حساب انتزاعی دیگری تحت عنوان حساب منافع معین برای فرد عضو افتتاح می‌گردد که با نرخ ۱٫۵٪ منافع بازنشستگی فرد را محاسبه می‌کند؛ اگر چه این حساب انتزاعی است ولی منافع محاسبه شده در این طرح ملاک مقایسه قرار می‌گیرد. چنان‌چه منافع حاصل از طرح مشارکت معین

¹ Career Average

² Discretionary

³ Final Salary Lump Sum Schemes

⁴ A Floor Offset Arrangement

بیش از ارزش این حساب انتزاعی باشد، ملاک پرداخت همان حساب مشارکت معین است. چنانچه عکس این اتفاق رخ دهد که نادر است، ملاک پرداخت حساب منافع معین (که در واقع یک حساب انتزاعی است) خواهد بود.

در این طرح، فرد از مزیت‌های موجود در طرح‌های منافع معین و مشارکت معین هر کدام بیشتر باشد، بهره‌مند می‌گردد؛ مطابق آنچه در بالا ذکر شد، از طریق طرح منافع معین تعبیه شده در قرارداد، یک کف درآمدی برای فرد در دوره بازنشستگی تضمین می‌شود ولی در اغلب موارد فرد بیش از مبلغ تضمین شده دریافت می‌کند.

اگر چه این طرح قابلیت پیش‌بینی بیشتری نسبت به طرح مشارکت معین دارد ولی در برخی موارد هزینه بیشتری برای فرد متقاضی در بر خواهد داشت. هزینه پرداختی مازاد نسبت به قرارداد مشارکت معین به دلیل وجود ریسک‌های نرخ بهره پایین و بازدهی سرمایه‌گذاری کمتر از حد مورد انتظار است. در صورت وقوع این ریسک‌ها و با توجه به وجود ضمانت در طرح، کارفرما یا فرد متقاضی مزایای بازنشستگی، ملزم به پرداخت بیشتر خواهند شد.

✓ طرح ترکیبی^۱:

در این طرح نیز مانند سایر طرح‌های مختلط، از هر دو طرح منافع مشخص و مشارکت مشخص بهره گرفته شده است اما شیوه این بهره‌گیری متفاوت از طرح کف-جبرانی است. در این طرح کارفرما یک طرح منافع معین را در اختیار تمامی کارکنان قرار می‌دهد و کارکنان می‌توانند با توجه به اختیاراتی که در طرح برای آن‌ها قرار داده شده است، طرح مشارکت معینی را به صورت مازاد خریداری نمایند. طرح مازادی که کارکنان خریداری می‌کنند ریسک مازادی بر کارفرما تحمیل نمی‌کند و استفاده از سیاست‌های تشویقی توسط کارفرما اختیاری است. بخشی از قرارداد که منافع معین است توسط کارفرما و بخشی از قرارداد که مشارکت معین است توسط فرد تامین مالی می‌گردد.

نحوه انتفاع این طرح از دو طرح منافع معین و مشارکت معین به صورت هم‌زمان به این صورت است که ابتدا یک کف درآمدی تعیین می‌شود و متناسب با این کف درآمد، مزایای بازنشستگی مطابق با طرح منافع معین محاسبه می‌شود و برای باقیمانده درآمد، مزایای طرح منطبق با طرح مشارکت معین محاسبه خواهد شد. مزایای بازنشستگی در این طرح بستگی به کف درآمدی تعیین شده و یا به عبارت دیگر نحوه تسهیم درآمد میان این دو طرح دارد. بدیهی است عامل نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری مطابق با طرح مشارکت معین از عوامل تأثیرگذار در مزایای بازنشستگی است که هم چنان به قوت خود باقی است.

تفاوتی که این قرارداد با قرارداد کف-جبرانی دارد این است که در قرارداد کف-جبرانی، از طرح منافع معین فقط جهت ملاک مقایسه استفاده می‌شود و تنها در موارد نادر (زیان‌های پیش‌بینی نشده)، از این ملاک برای پرداخت به فرد، استفاده می‌شود. اما در قرارداد ترکیبی، واقعاً یک حساب منافع معین وجود دارد که در دوره بازنشستگی بر اساس آن پرداختی به فرد صورت می‌گیرد. در واقع در این قرارداد، فرد دو حساب واقعی دارد که محاسبات یکی بر اساس طرح منافع معین و دیگری بر اساس طرح مشارکت معین است که فرد در ابتدای بازنشستگی از هر کدام از این حساب‌ها دریافتی خواهد داشت؛ دریافتی از حساب منافع معین پیش از بازنشستگی مشخص است در حالی که دریافتی از حساب مشارکت معین در زمان بازنشستگی مشخص خواهد شد.

¹ A Combination Scheme

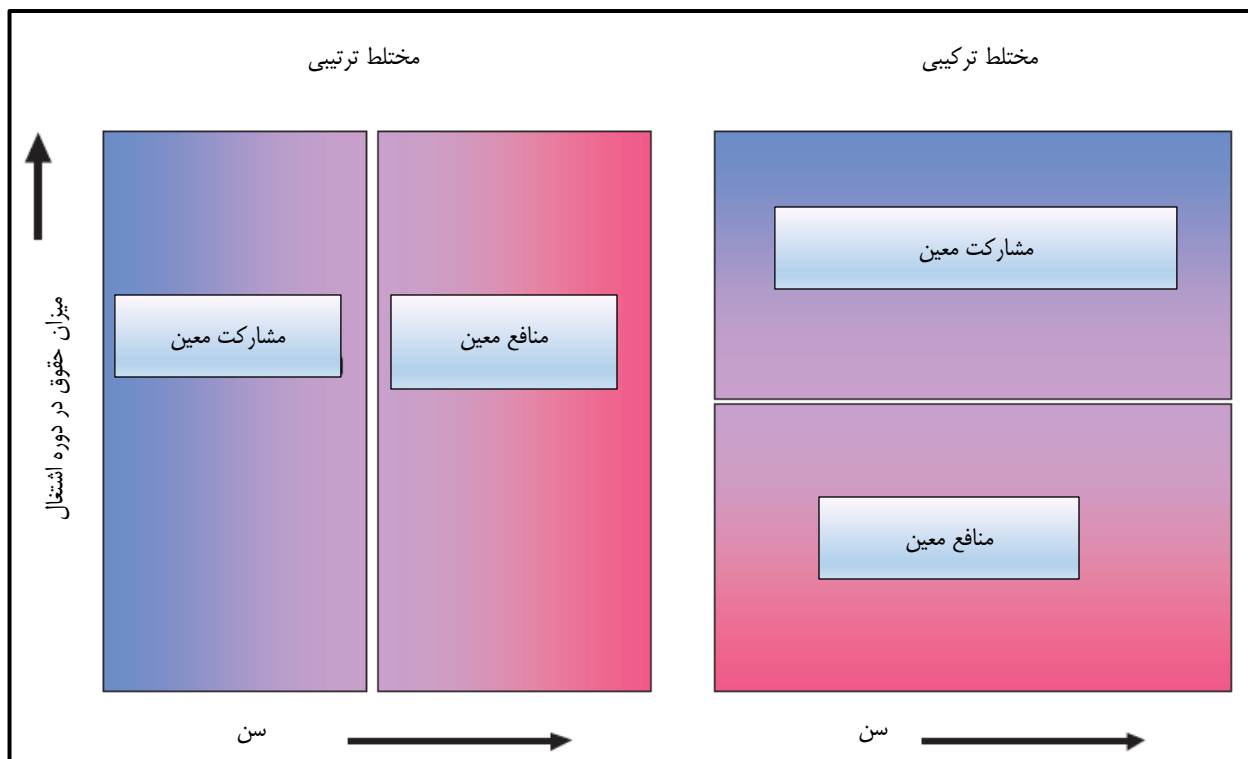
نحوه تسهیم درآمد میان دو طرح ممکن است به نحوی باشد که افراد دارای درآمد پایین تنها شامل طرح منافع معین گردند؛ گویی طرح بازنشستگی پیش روی این افراد، طرح منافع معین است و تنها قرارداد بخشی از افراد که دارای درآمدی مازاد بر این سطح درآمدی هستند متفاوت از قرارداد منافع معین خواهد بود.

افرادی که درآمد آن‌ها از سطح مشخصی بالاتر می‌رود و بخشی از آن در طرح مبتنی بر پرداخت جای می‌گیرد، درآمد بازنشستگی غیر قابل پیش‌بینی داشته و متحمل ریسک سرمایه‌گذاری و هزینه بازنشستگی می‌گردند. در این طرح، کارفرما ریسک کمتری را نسبت به طرح دارای منافع مشخص متحمل می‌گردد. در این طرح منافع کارکنان نسبت به طرح مشارکت معین (DC) قابل پیش‌بینی تر است ولی نسبت به طرح منافع معین از قابلیت پیش‌بینی کمتری برخوردار است. مدیریت و اجرای قوانین در این طرح نسبت به سایر طرح‌ها پیچیده‌تر و هزینه‌بر است.

✓ طرح مختلط ترتیبی^۱:

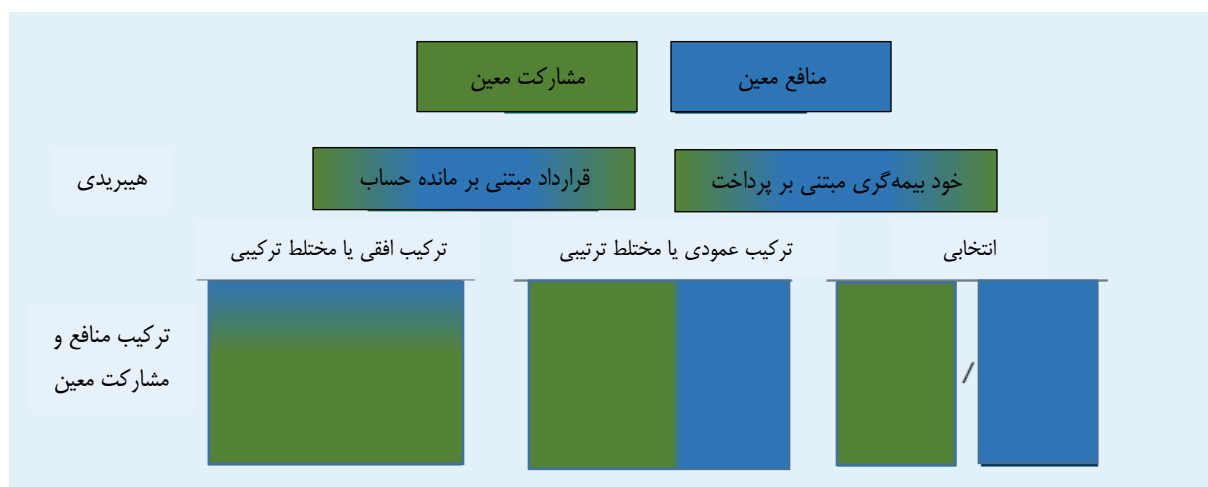
در این طرح، گویی فرد در دو طرح مشارکت معین و منافع معین شرکت داده می‌شود؛ به‌عنوان مثال ممکن است برای پنج سال ابتدایی دوره اشتغال یک طرح مشارکت معین پیشنهاد گردد و پس از پنج سال، اگر همچنان با بنگاه همکاری داشته باشد، عضویت در طرح منافع معین به فرد پیشنهاد داده می‌شود. برای تبدیل حساب مشارکت معین به منافع معین، نحوه برخورد‌ها متفاوت است. مثلاً در برخی، طرح شرط تبدیل به جای پنج سال سابقه کاری، سن سی‌وپنج سالگی مورد نظر قرار می‌گیرد. نمودار یک، تفاوت دو طرح مختلط ترکیبی و مختلط ترتیبی را نشان داده است. همان‌طور که در این نمودار مشاهده می‌گردد، در طرح مختلط ترکیبی فرد برای مازاد درآمد خود وارد طرح مشارکت معین می‌شود در حالی در طرح مختلط ترتیبی، فرد از یک نقطه زمانی مشخص به بعد وارد طرح منافع معین می‌گردد. در طرح مختلط ترکیبی، فرد در هر بازه زمانی می‌تواند در دو طرح عضو باشد ولی در طرح مختلط ترتیبی فرد در هر بازه زمانی تنها در یک طرح می‌تواند عضویت داشته باشد.

¹ Sequential Hybrid



نمودار ۱: تفاوت دو طرح مختلط ترکیبی و مختلط ترتیبی

در پایان می‌توان دسته‌بندی کلی طرح‌های هیبریدی را مانند نمودار دو ارائه کرد؛ همان‌طور که در نمودار ۲ مشاهده می‌شود، رنگ آبی به طرح منافع معین و رنگ سبز به طرح مشارکت معین اشاره دارد. طرح‌های هیبریدی نظیر طرح‌های مانده حساب و خودبیمه‌گری مبتنی بر پرداخت، تلفیقی از این دو طرح هستند؛ به طوری که تلفیقی از این دو قرارداد، در یک قرارداد آمده است. برخی دیگر از طرح‌های هیبریدی یا مختلط نظیر طرح‌های ترکیبی، ترتیبی و کف جبرانی، طرح‌هایی هستند که در آن فرد با دو قرارداد سر و کار دارد که یا به صورت هم‌زمان، یا در یک ترتیب زمانی و یا به صورت انتخابی از یک یا هر دو قرارداد منتفع می‌گردد.



نمودار ۲: دسته‌بندی طرح‌های هیبریدی یا مختلط

۴- طرح‌های بازنشستگی در برخی کشورها

✓ طرح چرخه زندگی (بازه زمانی مشخص)^۱:

همان‌طور که از نام این طرح پیداست، داشتن بازه زمانی هدف از ویژگی‌های این طرح است؛ به طوری که عمر صندوق در پایان این دوره زمانی به پایان می‌رسد. ساز و کار سرمایه‌گذاری در این طرح به این شکل است که در سال‌های ابتدایی جسورانه‌تر سرمایه‌گذاری کرده و هر چه به پایان عمر خود نزدیک می‌شود به سمت سرمایه‌گذاری محتاطانه‌تر حرکت می‌کند. به عنوان مثال اگر فرد در سال ۲۰۲۰ در یک طرح چرخه زندگی با طول عمر سی سال شرکت داشته باشد، عمر این طرح در سال ۲۰۵۰ به پایان می‌رسد. این طرح در سال ۲۰۲۰ که در ابتدای عمر خود قرار دارد، دارای ترکیب ۸۰٪ سهام و ۲۰٪ اوراق است؛ این نسبت در سال ۲۰۳۵ به ۶۰٪ سهام و ۴۰٪ اوراق و در سال ۲۰۵۰ که پایان عمر طرح است این نسبت به ۴۰٪ سهام و ۶۰٪ اوراق خواهد رسید.

این صندوق‌ها با تاریخ انحلال خود نامگذاری می‌شوند به عنوان مثال ممکن است صندوقی با نام ۲۰۴۷ وجود داشته باشد.

✓ طرح دارای هدف مشخص^۲:

همان‌طور که از نام این طرح پیداست، این طرح هدف مشخصی را دنبال می‌کند و آن میزان دریافتی در دوره بازنشستگی است؛ اما این میزان ضمانت‌شده نیست. لازم به ذکر است که مدیر طرح پیش‌بینی سود را انجام می‌دهد و مطابق آن پیش‌بینی استراتژی اتخاذ می‌کند اما ریسک سرمایه‌گذاری و بازدهی سرمایه‌گذاری در این طرح به عهده فرد شرکت‌کننده در طرح است. میزان دریافتی هدف که در طرح ذکر شده ملاک تعیین میزان پرداختی است. کارفرما و کارمند هر دو ملزم به پرداخت هستند. پرداختی کارمند معاف از مالیات است، اما از پرداختی کارفرما مالیات کسر می‌گردد.

در این قرارداد برخلاف طرح مشارکت معین، تجمع ریسک طول عمر رخ می‌دهد؛ یعنی ریسک افرادی که بیش از میانگین جامعه زندگی می‌کنند با پرداختی افراد با طول عمر کمتر از میانگین پوشش داده می‌شود. علاوه بر تجمع ریسک طول عمر، در این قرارداد تجمع ریسک سرمایه‌گذاری نیز وجود دارد. این در حالی است که در طرح مشارکت معین فرد تمام ریسک سرمایه‌گذاری را به تنهایی متحمل می‌گردد. در طرح مشارکت معین انتخاب نحوه سرمایه‌گذاری به عنوان مثال در سهام یا اوراق به عهده فرد است که به دلیل اطلاعات کم در افراد وقوع خطا محتمل است؛ در حالی که در طرح دارای هدف مشخص، مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق به عهده افراد متخصص و با سابقه است.

بر خلاف طرح مانده حساب، در این قرارداد یک حساب واقعی وجود دارد که کارفرما و کارمند هر دو وجوه پرداختی خود را به این حساب واریز می‌نمایند. با توجه به این که فرد به اطلاعات موجودی حساب خود دسترسی دارد، این طرح از شفافیت بالایی برخوردار بوده و از بازدهی سرمایه‌گذاری وجوه خود مطلع است.

¹ Life Cycle Pension Plan

² Target Date Pension Plan

✓ طرح بازنشستگی تأمین مالی شده توسط اعضا^۱:

اولین ویژگی این طرح، آن است که توسط اعضا تأمین مالی می‌شود و کارفرما نقشی در تأمین ندارد. دومین ویژگی این قرارداد آن است که تمام ریسک سرمایه‌گذاری به اعضای طرح منتقل می‌شود. در صورتی که میزان دارایی صندوق در پایان هر دوره از میزان مورد انتظار در پایان دوره کمتر شود، فرد ملزم به پرداخت مازاد نیست و در صورت افزایش دارایی از میزان مورد انتظار در پایان هر دوره، مازاد دارایی میان اعضا تقسیم می‌شود. در صورت کاهش دارایی از میزان دارایی مورد انتظار، میزان دریافتی فرد در بازنشستگی از میزان پیش‌بینی شده کمتر است. به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری نرخ بازدهی پیش‌بینی شده در این قرارداد محتاطانه در نظر گرفته می‌شود.

✓ طرح تسهیم سود بر اساس سن^۲:

در این طرح همان‌طور که از نامش پیداست، قرارداد مشارکت معین به نحوی طراحی شده است که منافع بیشتری را برای سن‌های بالا اختصاص می‌دهد؛ همان‌طور که پیش از این نیز مطرح شد، این ویژگی از قراردادهای منافع مشخص گرفته شده است. کارفرمایان بنگاه‌های کوچک استقبال بیشتری از این طرح داشته‌اند؛ زیرا پرداختی آن‌ها مبتنی بر سود بنگاه است و در صورت عدم شناسایی سود در برخی سال‌ها می‌تواند پرداختی به طرح نداشته باشد. قاعده تسهیم سود در این قرارداد مشابه قراردادهای تسهیم سود مرسوم میان کارکنان است با این تفاوت که در آن عامل وزنی سن برای سن‌های بالا لحاظ می‌شود. این عامل منجر می‌شود افراد مسن که دارای ثبات شغلی هستند، بتوانند دریافتی خود را در این طرح حداکثر نمایند. در این طرح تمام پرداختی‌ها از طریق کارفرما صورت می‌گیرد و هر فرد حساب جداگانه‌ای دارد زودتر از موعد بستن این حساب مشمول جریمه می‌شود.

✓ طرح منافع معین با پرداخت یکجا^۳:

برای اولین بار این طرح در سال ۱۹۹۳ معرفی شد؛ تفاوتی که این قرارداد با طرح مانده حساب دارد این است که در محاسبات مربوط به دریافتی بازنشستگی، میانگین حقوق نهایی در نظر گرفته می‌شود؛ این در حالی است که در طرح مانده حساب، میانگین حقوق در کل دوره اشتغال در نظر گرفته می‌شود. این ویژگی طرح منجر شده از کارکنان در برابر تورم حمایت شود و کارکنان انگیزه بیشتری برای پیشرفت و ارتقای شغلی داشته باشند. در این طرح نه حساب انتزاعی و نه حساب واقعی وجود ندارد و دریافتی افراد به صورت درصد مشخصی از حقوق نهایی محاسبه می‌شود. با توجه به این که در این طرح حسابی جداگانه برای فرد در نظر گرفته نشده است، شفافیت کمتری نسبت به طرح مانده حساب دارد ولی با توجه به فرمول‌هایی که در اختیار اعضا قرار می‌گیرد، قابلیت پیش‌بینی دریافتی در بازنشستگی افزایش می‌یابد.

¹ The Member-Funded Pension Plan

² Age Weighted Profit Sharing

³ Pension Equity Plan

درصدی از حقوق که سالانه برای بازنشستگی در نظر گرفته می‌شود، بستگی به سن و شغل افراد دارد و این بدان معناست که نرخ انباشت^۱ در طول دوره اشتغال ثابت نیست. دریافتی بازنشستگی افراد در این طرح معمولاً به صورت یکجا است ولی این امکان برای فرد وجود دارد که پرداخت یکجا را به مستمری تبدیل نماید.

مقایسه طرح‌های مشارکت معین، منافع معین و مختلط:

هدف اصلی طراحی قراردادهای بازنشستگی پوشش هزینه‌های فرد در این دوره از زندگی است؛ از طرفی وجود نوسان در بازدهی سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی منافع بازنشستگی را دشوار ساخته و از طرف دیگر، وجود ریسک طول عمر پیش‌بینی هزینه‌ها را مشکل ساخته است. علل پیدایش قراردادهای متعدد در این حوزه، نحوه تسهیم‌های متفاوت ریسک میان کارفرما و کارمندان است که این تفاوت در جدول شماره یک نشان داده شده است.

جدول ۱: مقایسه نحوه تسهیم ریسک در طرح‌های بازنشستگی

ردیف	طرح	سرمایه‌گذاری	طول عمر یا تبدیل به مستمری	تورم
۱	منافع معین (DB)	کارفرما	کارفرما	کارفرما
۲	حقوق نهایی (یکجا)	کارفرما	نیروی کار	کارفرما
۳	متوسط شغلی	کارفرما	کارفرما	نیروی کار
۴	مختلط ترتیبی	هر دو	هر دو	هر دو
۵	مختلط ترکیبی	هر دو	هر دو	هر دو
۶	کف-جبرانی	هر دو	هر دو	کارفرما
۷	مانده حساب	کارفرما	نیروی کار	نیروی کار
۸	خود بیمه‌گری	نیروی کار	کارفرما	نیروی کار
۹	مشارکت معین (DC)	نیروی کار	نیروی کار	نیروی کار

چارچوب مقررات صندوق‌های بازنشستگی:

مسئله مهم در مقررات صندوق‌های بازنشستگی تعارض منافع میان مدیر صندوق و اعضای صندوق (بازنشستگان آینده) است که به ناچار، قانون‌گذار را به سوی هم‌جهت کردن انگیزه‌های مدیر صندوق با ترجیحات اعضای صندوق سوق می‌دهد. در همین باب، مقرراتی در بسیاری از کشورها توسط قانون‌گذار تصویب شده تا از تأمین حقوق اعضای صندوق اطمینان حاصل نماید؛ این مقررات عبارت‌اند از: ۱- سرمایه‌گذاری منطقی و داشتن پورتفوی متنوع؛ ۲- الزامات مربوط به حداقل نقدینگی؛ ۳- محدودیت سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار برخی ناشران؛ ۴- کفایت سرمایه و یا الزامات ذخیره‌ای؛ ۵- ضمانت حداقل بازدهی؛ ۶- محدودیت‌های ارزش در معرض ریسک و ۷- حداقل تضمین بازنشستگی. در ادامه هر کدام از موارد به اختصار مورد بررسی قرار گرفته است.

۱- سرمایه‌گذاری منطقی و داشتن پورتفوی متنوع

در بسیاری از کشورها، این بند با اعمال محدودیت‌های کمی بر پورتفوی صندوق‌ها اجرایی می‌شود؛ البته محدودیت‌های کمی اعمال شده در کشورها یکسان نبوده و تفاوت‌هایی با یکدیگر دارند. این محدودیت‌ها هم در میزان نگهداری ابزار مالی و هم در ناشر اوراق جاری است. برخی از محدودیت‌های کمی در کشورهای آمریکای لاتین در جدول ۲ ذکر شده است.

^۱ Accrual Rate

جدول ۲: محدودیت‌های کمی بر پورتنوی طرح‌های بازنشتی از نوع مشارکت معین در کشورهای آمریکای لاتین

ردیف	کشور محدودیت	شیلی	پرو	آرژانتین	اروگوئه	بولیوی	کلمبیا	مکزیک	السالوادور	کاستاریکا	دومینیک
۱	نصاب‌های سرمایه‌گذاری	A: ۱۰٪ B: ۱۰٪ C: ۱۰٪ D: ۵٪ E: ۵٪	غ.ق.۱	غ.ق.۱	صفر	غ.ق.۱	صفر	صفر	صفر	صفر	غ.ق.۱
۲	صندوق در صندوق	بله	بله	غ.ق.۱	غ.ق.۱	غ.ق.۱	غ.ق.۱	بله	غ.ق.۱	غ.ق.۱	غ.ق.۱
۳	سهام	A: ۶۰٪ B: ۵۰٪ C: ۳۰٪ D: ۱۵٪ E: ۰٪	I: ۱۰٪ II: ۴۵٪ III: ۸۰٪	۵۰٪	۲۵٪	۲۰٪	۳۰٪	I: ۰٪ II: ۱۵٪	محلی: ۲۰٪	۱۰٪	۳۰٪
۴	سرمایه‌گذاری خارجی	۳۰٪	۱۳٫۵٪	۱۰٪	۰٪	۱۲٪	۲۰٪	۲۰٪	۰٪	۲۵٪	۰٪
۵	نهادهای مالی	A: ۴۰٪ B: ۴۰٪ C: ۵۰٪ D: ۷۰٪ E: ۸۰٪	۴۰٪	محلی: ۳۰٪	۳۰٪	۶۰٪	۳۰٪	AAA: ۱۰٪ AA: ۲۵٪ A: ۵٪	۴۰٪	محلی: ۲۰٪	۶۰٪
۶	اوراق شرکتی	A: ۳۰٪ B: ۳۰٪ C: ۴۰٪ D: ۵۰٪ E: ۶۰٪	I: ۱۰۰٪ II: ۷۵٪ III: ۷۰٪	۴۰٪	۳۰٪	۴۵٪	۳۰٪	AAA: ۱۰٪ AA: ۳۵٪ A: ۵٪	محلی: ۴۰٪	AAA: ۷۰٪ AA: ۵۰٪ A: ۲۰٪	۷۰٪
۷	دولتی	A: ۴۰٪ B: ۴۰٪ C: ۵۰٪ D: ۷۰٪ E: ۸۰٪	دولت و بانک مرکزی ۴۰٪	دولت مرکزی ۵۰٪ دولت محلی ۳۰٪	۶۰٪	بدون محدودیت	۵۰٪	بدون محدودیت	۸۰٪	دولت و بانک مرکزی ۵۰٪	غ.ق.۱
۸	اوراق یا پشتوانه دارایی-اوراق با جریان‌های درآمدی در آینده	بله	بله (با اعمال محدودیت)	۴۰٪ ۱۰٪ ۳۱۰٪	۲۵٪	۳۰٪	۳۰٪	بله	غ.ق.۱	-	۷۰٪ اوراق رهنی

حروف A، B و ... نشان‌دهنده رتبه‌های صندوق است. به عنوان مثال حداکثر میزان سرمایه‌گذاری در صندوق‌هایی که دارای رتبه A هستند در کشور شیلی ۱۰٪ است. در پرو این رتبه‌بندی با اعداد یونانی I، II و III نشان داده می‌شود.

² Capital Protected Notes Only

^۳ اوراق رهنی ۴۰٪، سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستقیم ۱۰٪ و صندوق‌های تراست ساختاریافته ۱۰٪

۹	مشتقات	بله	I: ۱۰٪ II: ۱۰٪ III: ۲۰٪	۱۰٪	صفر	غ.ق.ا	تنها برای پوشش ریسک نرخ بهره، نرخ ارز و سهام	آتی، سوپ و اختیار AAA: ۵٪ AA: ۳٪ A: ۱٪	صفر	غ.ق.ا	غ.ق.ا
۱۰	صندوق سرمایه- گذاری خصوصی	-	بله	-	۲۵٪	۵٪ در صندوق ای سهام خصوصی و صندوق ای سرمای گذاری	محدودیت در سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد	صفر	غ.ق.ا	۱۰٪	غ.ق.ا
۱۱	صندوق‌های سرمایه- گذاری	A: ۴۰٪ B: ۳۰٪ C: ۲۰٪ D: ۱۰٪ E: ۰٪	۱۵٪	۲۰٪	۲۵٪	۵٪ در صندوق- های سهام خصوصی و صندوق- های سرمایه- گذاری	۵٪	صفر	۲۰٪	۱۰٪	۲۰٪ فقط در توسعه بخش مسکن

*بستگی به نوع صندوق دارد به عنوان مثال صندوق‌های A، B و C دارای محدودیت ۱۰٪ و صندوق‌های D و E دارای محدودیت ۵٪ است.

به اختصار غیر قابل اجرا به صورت «غ.ق.ا» نشان داده شده است.

۲- محدودیت سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار برخی ناشران

در این محدودیت، نهاد ناظر اجازه سرمایه‌گذاری در سهام ناشران تازه وارد و کوچک را نمی‌دهد و یا با اعمال سقف، سرمایه‌گذاری در این موارد را محدود می‌کند.

۳- کفایت سرمایه و یا الزامات ذخیره‌ای

تمامی صندوق‌ها با توجه به تعهداتی که ملزم به انجام آن‌ها هستند به لحاظ کفایت سرمایه تحت نظارت قرار می‌گیرند؛ صندوق‌های بازنشتی نیز از این قاعده مستثنی نیستند. تعهداتی که صندوق‌های بازنشتی با آن مواجه هستند مربوط به پرداخت‌هایی است که مطابق قرارداد یا به صورت یکجا و یا به صورت پرداخت‌های منظم به حساب بازنشتگان انجام می‌شود. نسبت کفایت سرمایه برای اولین بار توسط کمیته بازل برای بانک‌ها مورد استفاده قرار گرفت که پس از آن، با توجه به ماهیت مشابه بانک‌ها و سایر نهادهای مالی، این نسبت در سایر نهادهای مالی نیز به کار گرفته شد. این نسبت برای صندوق‌های بازنشتی مطابق رابطه ۲ از تقسیم دارایی خالص بر بدهی‌های اکچوئری محاسبه می‌گردد. بدهی‌های اکچوئری در واقع تعهداتی هستند که صندوق در آینده موظف به انجام آن‌ها است و با توجه به احتمال‌های وقوع، بدهی‌های متفاوتی در آینده شناسایی می‌شود بنابراین تعهدات اکچوئری بیشتر از جنس تخمین هستند و در صورت سررسید تعهدات است که به بدهی ملموس تبدیل می‌شود.

$$\text{رابطه ۲} \quad \frac{\text{دارایی خالص}}{\text{تعهدات اکچوئری}} = \text{نسبت کفایت سرمایه}$$

$$\text{رابطه ۳} \quad \text{دارایی خالص} = \text{کل دارایی‌های صندوق} - \text{بدهی‌های صندوق}$$

منظور از تعهدات اکچوئری در رابطه ۲، ارزش حال تعهداتی است که صندوق در آینده ملزم به انجام آنهاست و با استفاده از روش‌های اکچوئری محاسبه می‌شود.

الزام کفایت سرمایه به منظور حصول اطمینان از حفظ حقوق بازنشستگان کافی نیست؛ چراکه صرف داشتن سرمایه کافی برای انجام تعهدات بازنشستگی بدون در نظر گرفتن نقدشوندگی آنها در بازار برای بازنشستگان و دریافت‌کنندگان مستمری کافی نیست. از این رو نهادهای ناظر علاوه بر محدودیت‌هایی که برای کفایت سرمایه در نظر می‌گیرند، محدودیت‌هایی را برای نقدشوندگی دارایی‌های صندوق لحاظ می‌کنند که در مورد بعدی به آن اشاره می‌شود.

۴- الزامات مربوط به حداقل نقد شوندگی^۱

با توجه به این که صندوق از طرف اعضا سرمایه‌گذاری می‌کند، نهاد ناظر به منظور حصول اطمینان از حفظ حقوق سرمایه‌گذاران، همواره صندوق را به محاسبه مستمر و منظم میزان نقدشوندگی ملزم می‌کند. از این رو بسته به قوانین مصوب در کشورها، صندوق‌ها باید به صورت روزانه یا ماهانه نقدشوندگی خود را محاسبه کرده تا از وجود حداقل نقدشوندگی اطمینان حاصل نمایند. شاخصی که برای بررسی نقدینگی مورد محاسبه قرار می‌گیرد از تقسیم دارایی‌ها با کیفیت بالا در نقدشوندگی^۲ بر جریان خروجی نقدینگی^۳ در بازه ۳۰ روز آتی محاسبه می‌گردد. برای محاسبه جریان خروجی از رابطه چهار استفاده می‌شود:

$$\text{رابطه (۴)} \quad A - \text{جریان‌های مورد انتظار خروجی} = \text{خالص جریان خروجی طی ۳۰ روز گذشته}$$

$$A = \min \left\{ \text{هفتاد و پنج درصد جریان‌های مورد انتظار خروجی، جریان‌های انتظاری ورود نقدینگی} \right\}$$

برخی کشورها، صندوق‌ها را ملزم می‌کنند تا همواره بخشی از دارایی خود را به صورت نقد و بخشی دیگر را در دارایی‌هایی با ضریب نقدشوندگی بالا نگهداری نمایند. این محدودیت‌ها در برخی کشورها سخت‌گیرانه‌تر از سایر کشورها است به عنوان مثال در پرو، ضریب نقدشوندگی پایین و یا صفر برای برخی دارایی‌ها لحاظ می‌شود تا نقدشوندگی محافظه‌کارانه‌تر و قابل اعتمادتری اعلام شود. به عنوان مثال ضریب نقدشوندگی برای اوراق قرضه و سهام ناشران کوچک و اوراق بهادار معامله‌شده خارج از بازار^۴ صفر در نظر گرفته می‌شود.

۵- ضمانت حداقل بازدهی سرمایه‌گذاری

بیشتر کشورها حداقل بازدهی را در صندوق‌های بازنشستگی اعمال کردند که در نهایت استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در جدول ۳، الزامات مربوط به برخی کشورها ذکر شده است.

جدول ۳: حداقل بازدهی ضمانت‌شده توسط صندوق‌های بازنشستگی خصوصی

¹ Minimum Liquidity Requirements

² High-Quality Liquid Assets (HQLA)

³ Net Cash Outflow (Net COF)

⁴ Over the Counter

ردیف	کشور	حداقل بازدهی ضمانتی	دوره محاسبه	نحوه ارزیابی
۱	آرژانتین	حداقل ۷۰٪ متوسط بازدهی بازار ^۱ و متوسط بازدهی بازار - ۲٪	۱۲ ماهه	ماهانه
۲	کلمبیا	میانگین حسابی ۷۰٪ میانگین بازدهی بازار و ۷۰٪ پورتنوی ترکیبی ^۲	۳۶ ماهه	فصلی
۳	شیلی	صندوق های پرریسک	۳۶ ماهه	ماهانه
		حداقل ۵۰٪ متوسط بازدهی بازار و متوسط بازدهی بازار - ۴٪		
۳	شیلی	صندوق های محافظه کارانه	۳۶ ماهه	ماهانه
		حداقل میان (۵۰٪ متوسط بازدهی بازار) و (متوسط بازدهی بازار - ۲٪)		
۵	پرو	تابعی از میانگین بازدهی حقیقی	۶۰ ماهه	ماهانه
	لهستان	حداقل ۵۰٪ متوسط بازدهی بازار و متوسط بازدهی بازار - ۴٪	۳۶ ماهه	دو بار سال

* منظور از ARS متوسط بازدهی پورتنوی ترکیبی است.

۶- محدودیت های ارزش در معرض ریسک^۳

شاخص ارزش در معرض ریسک، زیان مالی محتمل را در پورتنوی صندوق بازنشستگی به صورت کمی محاسبه می نماید و مدیران سرمایه گذاری این شاخص را برای مدیریت پورتنوی خود مورد استفاده قرار می دهند.

در حال حاضر برخی کشورها به سمت نظارت مبتنی بر ریسک و یا ارزش در معرض ریسک حرکت کرده اند؛ به عنوان مثال مکزیک از مدت ها قبل نظارت مبتنی بر این رویکرد را آغاز کرده و اخیراً کشورهایی نظیر شیلی، کلمبیا و پرو این رویکرد را مورد توجه قرار داده اند. این در حالی است که سابق بر این، نهادهای ناظر صرفاً محاسبه و گزارش دهی این شاخص را مد نظر قرار داده بودند. لازم به ذکر است که در اعمال محدودیت های ارزش در معرض ریسک، بازه زمانی بلندمدت لحاظ شده است.

۷- ضمانت حداقل حقوق بازنشستگی

در بسیاری از کشورهای آمریکای لاتین، صندوق های بازنشستگی خصوصی اشکالی از حداقل حقوق بازنشستگی را دارند؛ به عنوان مثال حداقل حقوق بازنشستگی در شیلی، به این گونه است که معادل ۲۵٪ میانگین حقوق را در دوره بازنشستگی برای فرد تضمین می کند؛ حداقل حقوق بازنشستگی در کلمبیا و مکزیک نیز به این گونه است که معادل حداقل دستمزد را در دوره بازنشستگی برای فرد تضمین می کند.

راه اندازی صندوق بازنشستگی در بازار سرمایه ایران

صندوق های بازنشستگی اختیاری یا خصوصی در جهان، نقش به سزایی در برنامه ریزی بازنشستگی^۴ اشخاص و همچنین توسعه بازارهای سرمایه داشته اند. ماهیت تجمع منابع بلند مدت، باعث شده تا ضمن فراهم آوردن منابع پایدار در بازار، امکان انتشار انواع اوراق بهادار با سررسید بلند مدت (بیش از ۱۰ سال) نیز فراهم گردد. علی رغم وجود تجربه بین المللی در راه اندازی انواع صندوق های بازنشستگی اختیاری یا خصوصی (که در مقابل طرح ها و یا صندوق های سرمایه گذاری اجباری یا دولتی قرار دارند)، تاکنون صندوق بازنشستگی اختیاری در کشور راه اندازی نشده و غالب تمرکز طرح های بازنشستگی و برنامه ریزی رفاهی این دوران، بر دوش صندوق های دولتی

^۱ Average Return of the System

^۲ این پورتنوی ترکیبی توسط نهاد ناظر بر صندوق ها در بازه زمانی مقرر تعیین و به روز می شود.

^۳ Value at Risk Limits

^۴ Retirement Planning

(صندوق بازنشستگی کشوری) است. براساس ماده ۴ اساسنامه صندوق بازنشستگی کشوری، صندوق دارای شخصیت حقوقی و استقلال مالی و اداری است و به صورت مؤسسه بیمه اجتماعی وابسته به سازمان تأمین اجتماعی فعالیت می کند. لذا، صندوق بازنشستگی اساساً یک شرکت بیمه است و تخصیص نام صندوق بازنشستگی، صرفاً یک اشتراک لفظی با صندوق های سرمایه گذاری در بازار سرمایه محسوب می شود. در کنار صندوق بازنشستگی کشوری، برخی از نهادها یا شرکت های خصوصی نیز اقدام به راه اندازی ماهیتی به عنوان صندوق بازنشستگی نموده اند تا خود نسبت به برنامه ریزی بازنشستگی و رفاه کارکنان اقدام نمایند و وابستگی کارکنان به صندوق بازنشستگی کشوری را قطع نموده اند. از جمله این صندوق ها می توان به صندوق بازنشستگی بانک مرکزی؛ صندوق بازنشستگی، وظیفه، از کار افتادگی و پس انداز کارکنان بانک ها؛ صندوق بازنشستگی کارکنان شهرداری تهران؛ صندوق بازنشستگی کارکنان صدا و سیما؛ صندوق بازنشستگی شرکت نفت؛ صندوق بازنشستگی کارکنان وزارت جهاد کشاورزی؛ مؤسسه صندوق حمایت و بازنشستگی کارکنان فولاد؛ اشاره کرد. برخی از این صندوق ها شخصیت حقوقی مستقل نداشته و صرفاً یک حساب هستند و برخی دیگر به عنوان مؤسسه و با شخصیت حقوقی مستقل ایجاد شده اند. در حوزه عملیات نیز، این مؤسسات یا حساب ها، بیشتر به طرح های بیمه ای، خدمات رفاهی مانند اعطای تسهیلات، سپرده گذاری در بانک ها و سرمایه گذاری مبادرت ورزیده اند. درخصوص شفافیت، باید اذعان داشت گزارش هایی که بر روی تارنمای این مؤسسات بارگذاری شده است، به هیچ عنوان از شفافیت مد نظر در بازار سرمایه برخوردار نیست.

بند ۱۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، تنها بندی است که به صندوق های بازنشستگی اشاره داشته و گویی قانونگذار قصد داشته تا امکان ایجاد چنین ماهیتی را در بازار سرمایه به رسمیت شناسد. براساس این تعریف، صندوق بازنشستگی، صندوق سرمایه گذاری است که با استفاده از طرح های پس انداز و سرمایه گذاری، مزایای تکمیلی را برای دوران بازنشستگی اعضای آن فراهم می آورد. علاوه بر این بند، ماده قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، صندوق سرمایه گذاری را نهاد مالی شناسایی نموده که منابع حاصل از انتشار گواهی سرمایه گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه گذاری می کند. همچنین، براساس ماده ۲ قانون توسعه، صندوق های سرمایه گذاری از تاریخ ثبت، دارای شخصیت حقوقی هستند. از تجمیع دو تعریف فوق الذکر می توان چنین برداشت نمود که صندوق بازنشستگی، نهاد مالی است که با استفاده از طرح های پس انداز و سرمایه گذاری، منابع حاصل از انتشار گواهی سرمایه گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه گذاری می نماید.

براساس بند ۲۵ ماده ۱ قانون بازار، انتشار عبارت است از صدور اوراق بهادار برای عرضه عمومی و براساس بند ۲۶ همین ماده، عرضه عمومی عبارت است از عرضه اوراق منتشره به عموم جهت فروش. لذا گواهی سرمایه گذاری تمامی صندوق های سرمایه گذاری باید به عموم ارائه شود.

مبتنی بر آنچه که در بالا ذکر شد، سؤالاتی که باید در این گزارش پاسخ داده شوند عبارتند از اینکه: ۱- نحوه تشکیل و نوع صندوق سرمایه گذاری بازنشستگی چگونه است؟ ۲- آیا می توان از ماهیت دیگری غیر از صندوق های سرمایه گذاری با کارایی صندوق جهت اجرای طرح های بازنشستگی بهره مند شد یا خیر؟ ۳- ارکان صندوق کدامند؟ ۴- چه محدودیت ها و مشوق هایی برای اجرای طرح در صندوق باید در نظر گرفت؟

نوع صندوق بازنشستگی

گرچه بند ۱۹ ماده ۱ قانون بازار، صندوق بازنشستگی را تعریف نموده، اما نوع صندوق در بند ۴ ماده ۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید تعیین شده است. براساس این بند، «متغیر یا ثابت بودن سرمایه و همچنین قابلیت و نحوه نقل و انتقال گواهی سرمایه گذاری

صندوق‌ها از طریق صدور و ابطال و یا خرید و فروش، باید در اساسنامه صندوق قید شود^۱. با بررسی نمونه‌های بین‌المللی، به نظر می‌رسد در غالب موارد با توجه به پیش‌بینی جریان نقدی ورودی به صندوق از سوی سرمایه‌گذار یا کارفرما، باید اذعان داشت که صندوق‌های بازنشتی از نوع با سرمایه متغیر هستند (گرچه امکان راه‌اندازی صندوق بازنشتی با سرمایه متغیر را نیز نمی‌توان انکار نمود اما حالت بهینه برای صندوق‌های بازنشتی، صندوق‌های با سرمایه متغیر است). در میان صندوق‌های با سرمایه متغیر نیز، بین صندوق‌های قابل معامله (ETF) و صندوق‌های صدور و ابطال، به همان دلیل وجود جریان‌های نقدی ورودی و خروجی به و از صندوق، در غالب موارد، صندوق بازنشتی از نوع صدور و ابطالی است نه قابل معامله.

در کنار ماهیت کلی صندوق بازنشتی، با توجه به ماهیت تغییر راهبرد سرمایه‌گذاری در طی زمان، می‌توان برای این صندوق قابلیت تبدیل در نظر گرفت به‌طوری که صندوق ابتدا به‌عنوان صندوق سرمایه‌گذاری در سهام تشکیل شود و به صورت خودکار بعد از گذشت مدت زمان مشخص که در طرح بازنشتی پیش‌بینی شده است، به صندوق مختلط یا صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت تبدیل شود. اما این مهم صرفاً از طریق تبدیل صندوق یا اخذ مجوز جداگانه برای هر صندوق امکان‌پذیر نیست. در حال حاضر امکان استفاده از صندوق‌های با چند NAV در بازار سرمایه کشور وجود دارد (تاکنون برای صندوق‌های بازارگردانی از این ویژگی استفاده شده است). لذا در یک صندوق امکان سرمایه‌گذاری با راهبردهای مختلف با محاسبه چند NAV در زمان‌های گوناگون وجود دارد. صندوق بازنشتی با چند NAV نیز می‌تواند در در زمان تشکیل صرفاً NAV سهامی باشد و سپس به NAV سرمایه‌گذاری مختلط تبدیل شود و در نهایت NAV سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت.

در بسیاری از کشورهای دیگر، استفاده از سری صندوق‌های^۲، یا صندوق‌های چتری^۳ یا امکان ایجاد سبد مشترک^۴ ذیل صندوق فراهم شده است تا نهادهای نظارتی دچار بروکراسی مجوزدهی نشوند. درخصوص سری صندوق‌ها، طی یک مجوز امکان ایجاد صندوق‌های وابسته به یکدیگر داده می‌شود تا مدیر صندوق یا مؤسسين صندوق براساس تشخیص خود، در مواعد زمانی مد نظر، نسبت به تأسیس آن اقدام نمایند. این ماهیت شبیه مجوز عرضه مرحله‌ای اوراق بهادار است که امکان عرضه یک میزان مشخصی از اوراق بهادار به بانی داده می‌شود اما وی به تشخیص خود و مناسب بودن زمان عرضه، اقدام به عرضه اوراق بهادار می‌نماید. صندوق‌های چتری نیز از این موهب برخوردارند و یک صندوق مادر در رأس هرم صندوق‌ها تشکیل می‌شود تا نسبت به ایجاد صندوق‌های زیرمجموعه اقدام نماید. در این روش یک صندوق برای سرمایه‌گذاری در سهام (به‌عنوان مثال) تشکیل می‌شود و صندوق‌های زیرمجموعه با راهبردهای مختلف، امکان سرمایه‌گذاری در سهام را می‌بایند. یا یک نهاد مالی به‌عنوان صندوق تشکیل می‌شود و سپس صندوق‌های زیرمجموعه امکان ایجاد در غالب سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌بایند. لازم به ذکر است که در این حالت، صرفاً صندوق مادر دارای شخصیت حقوقی است اما قابلیت تفکیک دارایی‌ها و بدهی‌های هر صندوق زیرمجموعه از سایر صندوق‌ها وجود دارد. دقیقاً مانند صندوق‌های چتری که امکان ایجاد صندوق زیرمجموعه دارند، امکان ایجاد سبد مشترک (سبد مشاع) ذیل هر صندوق نیز فراهم است. در برخی از کشورها به این نوع صندوق‌ها، صندوق‌های چند سبدی^۴ اطلاق شده است.

¹ Seri Funds

² Umbrella Funds

³ Compartment

⁴ Multi-Compartment Funds

تشکیل صندوق

همانند سایر صندوق‌ها، تشکیل صندوق بازنشستگی نیز با ارائه درخواست تشکیل صندوق از سوی مؤسس / مؤسسين به سازمان آغاز می‌شود. مؤسس / مؤسسين می‌توانند از میان کارفرمایانی باشند که قصد ایجاد صندوق بازنشستگی برای کارکنان خود دارند یا مؤسسين می‌توانند از میان اشخاصی باشند که قصد ایجاد صندوق بازنشستگی خصوصی برای عموم نمایند. مؤسسين دارندگان گواهی‌های سرمایه‌گذاری ممتاز محسوب می‌شوند که قابلیت شرکت در مجامع و تصمیم‌گیری در صندوق دارند.

گرچه به نظر می‌رسد ایجاد صندوق اختصاصی برای کارکنان یک کارفرمای خاص به واسطه موانع قانونی عرضه عمومی که در بالا بدان اشاره شد، امکانپذیر نباشد اما تأسیس صندوق بازنشستگی عمومی امکانپذیر بوده و چنانچه پذیرش صندوق با سبدهای مشترک یا صندوق سری یا چتری نیز از سوی سازمان پذیرفته شود، امکان تأسیس صندوق بازنشستگی که ذیل آن یک سبد مشترک با ویژگی‌های خاص و برای گروه خاص ایجاد شود وجود دارد. به عنوان مثال فرض کنید صندوق بازنشستگی X با یک طرح مشخص به عموم عرضه می‌شود و اقدام به سرمایه‌گذاری مبتنی بر طرح اعلامی در امیدنامه می‌کند. در ذیل سرمایه‌گذاری اصلی صندوق، سبد مشترک یا صندوق بازنشستگی خاص دیگری با NAV مشخص برای کارکنان شرکت Z ایجاد می‌شود که طرح متفاوتی از طرح اصلی صندوق دارد. مدیر صندوق موظف است دارایی‌ها و بدهی‌های این صندوق زیر مجموعه را از صندوق اصلی مجزا در نظر گیرد. با پیش‌بینی چنین ویژگی برای صندوق، امکان مرتفع شدن موضوع عرضه عمومی در قانون نیز وجود دارد. با توجه به معافیت‌های مالیاتی صندوق، زیرمجموعه‌های آن نیز معافیت‌های مالیاتی را شامل خواهند شد. اما نکته‌ای که باید توجه نمود، عدم امکان مجزا نمودن دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق زیرمجموعه از صندوق اصلی است از منظر حقوقی است. لذا در صورتی که دعوای حقوقی منجر به بلوکه شدن دارایی‌های صندوق شود، کل دارایی‌های صندوق، شامل صندوق زیرمجموعه درگیر دعوای حقوقی خواهد بود.

نهایتاً صندوق با ارائه اساسنامه و امیدنامه و تعیین ارکان، با مجوز سازمان و سپس مجوز ثبت، شخصیت حقوقی پیدا کرده و نزد سازمان به عنوان نهاد مالی ثبت می‌شود.

ارکان صندوق

براساس بند د ماده ۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود باید حداقل یک رکن اداره کننده و یک رکن ناظر به عنوان بازرس / حسابرس داشته باشد. همچون سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، متولی، حسابرس و مجمع از جمله ارکان اصلی و بدون تغییر ارکان صندوق محسوب می‌شوند. همچنین مدیر به عنوان رکن اداره کننده در صندوق فعال خواهد بود. در این میان، به نظر می‌رسد مدیر را می‌توان از میان شرکت‌های بیمه‌ای انتخاب نمود یا اگر مدیر نهاد مالی است (سبدگردان به عنوان مثال) باید رکن دیگری در صندوق تعیین کرد به عنوان رکن بیمه‌گر یا رکن اکیچوئری؛ تا انجام طرح‌های بیمه‌ای یا محاسبات مربوط به هر طرح (در طرف دریافت‌ها و پرداخت‌های از/ به کارفرمایان یا کارکنان). گرچه می‌توان صندوق‌های بازنشستگی را بدون تعیین رکن بیمه‌گر ملزم نمود تا از متخصصان اکیچوئری بهره برند.

راهکار جایگزین صندوق‌های سرمایه‌گذاری

گرچه در حال حاضر شرکت‌های سبدگردانی صرفاً قادرند تا نسبت به ایجاد سبد اختصاصی اقدام کنند، طولی نخواهد کشید تا سبدهای مشترک (که اساساً صندوق‌های قراردادی هستند) پا به عرصه گذاشته و این مفهوم توسعه خواهد یافت. در ایجاد طرح‌های بیمه‌ای،

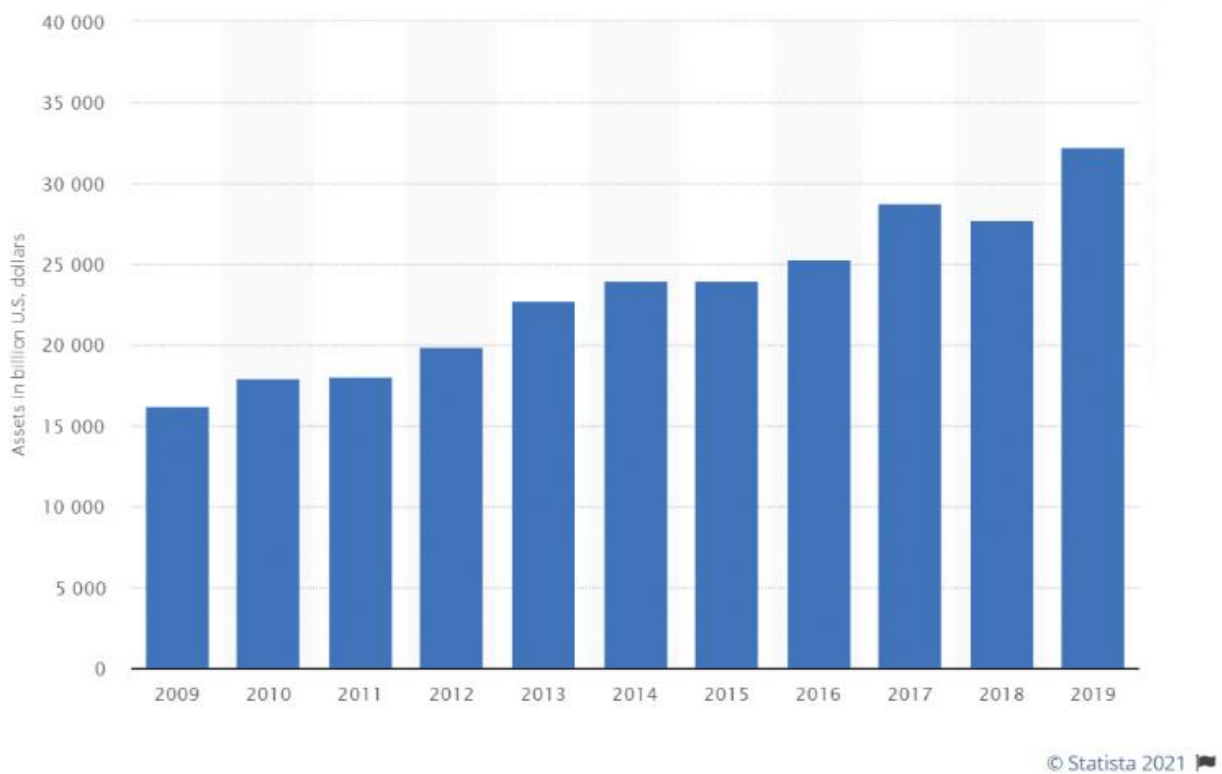
سبد اختصاصی می‌توان برای کارفرما کاربرد داشته باشد و سبد مشترک (یا مشاع) در مواجهه با کارکنان و به نیابتی کارفرما کاربردپذیر خواهد بود. به عنوان مثال چنانچه شرکت X قصد برنامه‌ریزی دوران بازنشستگی یا ترک خدمت کارکنان را داشته باشد، می‌توان در سمت خود، ترتیباتی اتخاذ نماید تا جریان نقدی ماهانه از حقوق و مزایای کارکنان کسر گردد و سپس از سوی کارفرما در قالب سبد اختصاصی و تعیین میزان واحدهای سرمایه‌گذاری، به صورت بلند مدت سرمایه‌گذاری شود. قراردادی که کارفرما با کارکنان خود امضا می‌نماید به شرکت سبدگردانی ارتباطی نداشته و سبد گردان صرفاً با کارفرما در محتوای سرمایه‌گذاری قرارداد دارد.

اما در سبد مشترک، کارفرما نقش نیابتی داشته و می‌تواند نسبت به معرفی کارکنان به شرکت سبدگردانی، اقدام به ایجاد سبد یا سبدهای مشترک (مشاع) نماید و به ازای واریز جریان‌های نقدی به حساب سبد مشاع، به ازای حصه مشارکت خر یک، واحد سرمایه‌گذاری دریافت نماید (واحد سرمایه‌گذاری جایگزینی برای گواهی سرمایه‌گذاری خواهد بود). سبد گردان اساساً با پذیرش وجوهای جدید امکان صدور واحدهای سرمایه‌گذاری را فراهم نموده و با دادن آپشن فروش به هر یک از کارکنان یا کارفرما، امکان ابطال را فراهم می‌نماید؛ به طوری که مبتنی بر قرارداد، با گذشت مدت مشخصی از سرمایه‌گذاری یا ترک خدمت، کارکنان شرکت می‌توانند نسبت به ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری خود اقدام نمایند یا حتی در صورت ترک محل خدمت، نسبت به نگهداری واحدهای سرمایه‌گذاری خود اقدام کنند.

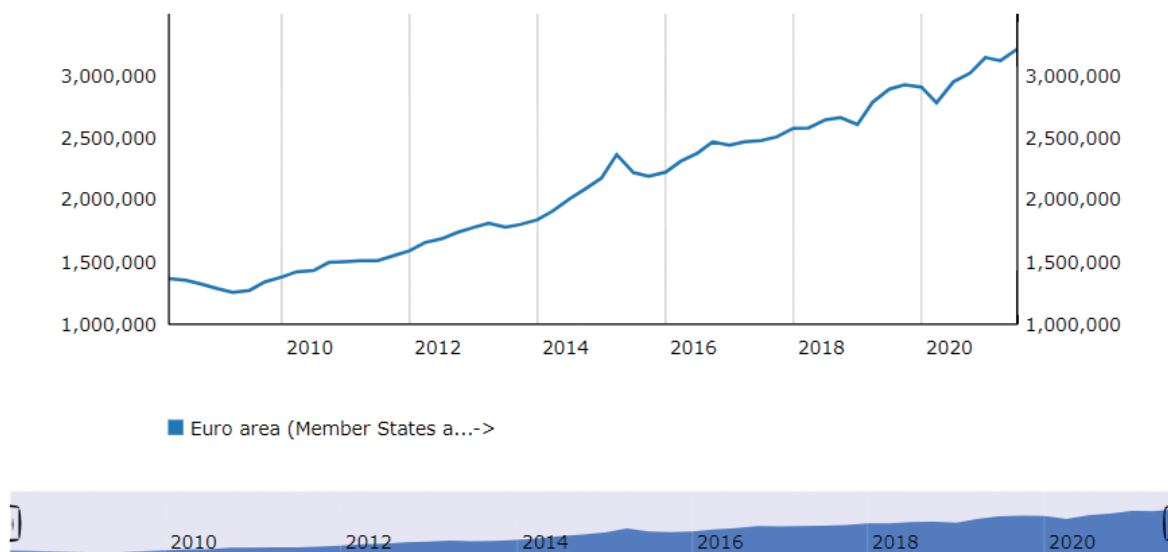
واقعیت آن است که طرح‌های مختلفی را می‌توان در قالب سبدهای مشترک و به منظور برنامه‌ریزی بازنشستگی ایجاد کرد و استفاده از سبدهای مشترک، تسهیل زیادی را برای سرمایه‌گذاری‌های خاص بوجود می‌آورد. تنها وجه افتراق این نوع سرمایه‌گذاری با صندوق بازنشستگی، عدم تشکیل شخصیت حقوقی و عدم بهره‌گیری از معافیت‌های مالیاتی صندوق سرمایه‌گذاری است.

جمع‌بندی

صندوق‌های بازنشستگی نقش بسیار مؤثری در ترویج سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت در کشورهای مختلف دارند. فقط در ایالات متحده، صندوق‌های بازنشستگی در پایان سال ۲۰۱۹ بیش از ۳۲ تریلیون دلار دارایی در اختیار داشته‌اند. نمودار ۳ روند رشد دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در ایالات متحده را نشان می‌دهد. علاوه بر این، صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای عضو منطقه یورو نیز رشد چشم‌گیری داشته و به بیش از ۳۳ تریلیون یورو رسیده است. نمودار ۴ نیز روند رشد دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای عضو منطقه یورو را نشان می‌دهد.



نمودار ۳- روند رشد دارایی‌ها، صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری، در ایالات متحده از سال ۲۰۰۹-۲۰۱۹



نمودار ۴- روند رشد دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کشورهای عضو منطقه یورو از سال ۲۰۰۸-۲۰۲۱ (اعداد به میلیون یورو)

در کنار صندوق‌های اجباری بازنشستگی که در بسیاری از کشورها برای کارکنان نهادهای مختلف تعریف شده است، صندوق‌های بازنشستگی خصوصی یا اختیاری نیز وجود دارند که به کارفرما یا کارکنان یک بنگاه اقتصادی این اجازه را می‌دهند تا برای دوران بازنشستگی کارکنان خود یا به صورت خویش‌فرما، برنامه‌ریزی نمایند. این برنامه‌ریزی در قالب طرح‌های مختلف صورت می‌گیرد که در این گزارش تلاش شد تا انواع طرح‌های بازنشستگی چه در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و چه در سایر طرح‌های بازنشستگی (به خصوص قراردادهای شرکت‌های بیمه‌ای) مورد بررسی قرار گیرد.

در انتهای گزارش نیز بر امکان راه‌اندازی صندوق‌های بازنشستگی در بازار سرمایه کشور چه از طریق ایجاد شخصیت حقوقی و چه از طریق سبدهای اختصاصی یا سبدهای مشترک اشاره شد. نکته‌ای که نباید فراموش کرد این است که قانون‌گذار ظرفیت ایجاد صندوق‌های بازنشستگی را در بازار سرمایه فراهم نموده و امکان توسعه نهادهای مالی جدید در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری فراهم است. از سوی دیگر، تجربه غنی راه‌اندازی انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، مزیت راه‌اندازی این صندوق‌ها را نشان داده و امکان تنظیم و نظارت صحیح بر این نهادهای مالی را فراهم آورده است.

1. Cheikhrouhou, H., Gwinner, W., Pollner, J., Salinas, E., Sirtaine, S., & Vittas, D. (2007). Structured Finance in Latin America. The World Bank.
2. HUDSON, M. (2014). Funds. wiley.
3. Pozen, R., & Hamacher, T. (2015). *The Fund Industry*. Wiley Finance Series.
4. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/353959/Defined_benefit_pension_schemes_questions_and_answers.pdf
5. <https://www.accountancydaily.co/accounting-issues-frs%C2%A017-it-end>
6. https://www.pensionsauthority.ie/en/news_press/a_guide_to_hybrid_pension_schemes_2007.pdf
7. <https://www.nestlepensions.co.uk/your-pension/how-your-pension-builds-up/overview-of-sections>
8. <https://www.nationallife.com/Individuals-Families-IRA>
9. <https://qsuper.qld.gov.au/our-products/superannuation/defined-benefit-account/how-benefit-calculated>
10. https://bimeh.mcls.gov.ir/icm_content/media/image/2013/06/29196_orig.pdf
11. <https://minds.wisconsin.edu/bitstream/handle/1793/36556/pension.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
12. <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20130128102031/http://www.dwp.gov.uk/asd/asd5/rports2005-2006/rrep271.pdf>
13. https://www.peaqpartners.com/wpcontent/uploads/2017/10/Hewitt_what_makes_a_best_employer.pdf
14. <https://www.erieri.com/glossary/term/life-cycle-pension-plan>
15. <https://www.tiaa.org/public/learn/retirement-planning-and-beyond/investing-101/lifecycle-funds-simplify-retirement-investing>
16. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/07/BoydChenYin-Risk-Sharing-Paper-for-Brookings-MFC_2019-07-15_AsSubmitted2019-07-09.pdf
17. <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/43779973.pdf>
18. https://www.investopedia.com/terms/l/life_cycle_funds.asp
19. <https://www.intechopen.com/chapters/70904>
20. <https://pensionresearchcouncil.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/09/WP2014-09-Rappaport-Peterson.pdf>
21. file:///C:/Users/hamldar.m/Downloads/Evaluating_risk_sharing_in_private_pensions_plans.pdf حذف
22. <https://aoc.uek.krakow.pl/article/viewFile/1721/1500>
23. <https://www.nasra.org/files/Issue%20Briefs/NASRAHybridBrief.pdf>
24. <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/40600490.pdf>
25. https://pensionresearchcouncil.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/09/OSM-JT_LaborMktUncert9-17-09.pdf
26. <https://www.osler.com/osler/media/Osler/reports/pensions-benefits/Target-Benefit-Plans-in-Canada.pdf>
27. https://www.researchgate.net/publication/342779585_Determinants_of_Capital_Adequacy_Ratio_for_Pension_Funds_A_Case_Study_in_Indonesia
28. <https://www.cimbthai.com/content/dam/cimbth/personal/documents/investor-relations/pillar-three-disclosures/en/basel-3-pillar-3-and-liquidity-coverage-ratio-lcr-disclosures-as-of-31-december-2018.pdf>